

Bewertungen von Immobilien

## Es gibt keine Schlechtachten

**Gutachten suggerieren, dass sich jemand Externes, der über ausreichend Sachverstand und kritische Beobachtungsgabe verfügt, einen Sachverhalt angeschaut und beurteilt hat. Aber was ist von einem Satz wie dem folgenden tatsächlich zu halten? „Der Kaufpreis wurde gutachterlich bestätigt.“**

Was wurde hier tatsächlich bestätigt? Die Übereinstimmung der beiden entsprechenden Summen im Kaufvertrag und seiner Erwähnung im Verkaufsprospekt? Oder ist die Angemessenheit des Kaufpreises gemeint? Und auch dann ließe sich noch fragen, in welcher Hinsicht angemessen? Eine besondere Gutachten-Rhetorik sorgt dafür, dass es irgendwie positiv klingt. Das muss auch so sein, mag man einwenden, schließlich gibt man ja kein „Schlechtachten“ in Auftrag. Was aber, wenn sich Gutachten einer Bewertungsmethode bedienen, die eine solche Rhetorik erst gar nicht notwendig werden lässt, den Auslegungsspielraum bereits in der Methode fundieren und dadurch noch schwerer greifbar macht? Am Beispiel von Bewertungen inzwischen Not leidender Immobilien fühlt die Fondszeitung einem Grundproblem auf den Zahn.



Ein Blick vor Ort sagt schon einiges über Objekt und Standort aus

### Themen dieser Ausgabe:

Immobiliengutachten

### Was sagen sie wirklich?

US-Immobilienmarkt

### Im Sog der Finanzkrise

Dubai

### Zu hoch gestapelt

Anlegerrecht

### Die europäische Sammelklage kommt

### Immobilienmarkt USA

## Die (ewige) Frage nach dem richtigen Zeitpunkt

**Die Finanzkrise hat die USA in eine Rezession getrieben. Keiner kann derzeit die tatsächlichen Ausmaße einschätzen. Während sich die einen auf ein Horrorszenario versteifen, sehen andere bereits wieder Licht am Ende des Tunnels. Durch politische Gegenregulierung soll es sich nur um eine sanfte Rezession handeln. Egal wer letztendlich recht behalten wird. Fest steht: Spurlos vorübergehen wird die Krise am Immobilienmarkt keinesfalls. Bleibt die Frage: Gibt es derzeit Chancen trotz der Krise?**

Ben Bernanke hat es nach langem Zögern bestätigt. Amerikas Wirtschaft befindet sich in einer Rezession. Wie tief sie ist, darüber streiten sich die Ökonomen. Denn ob es sich bei der momentanen Marktsituation in den USA nur um die Ruhe vor dem Sturm oder bereits um ein Abflachen der Krise handelt, können selbst Marktexperten derzeit schwer vorhersagen. Herunterspielen mag die Situation auch am Immobilienmarkt inzwischen keiner mehr. Markus Derkum, Geschäftsführer des US-Spezialisten Jamestown aus Köln, ist dennoch optimistisch. Er sieht gerade für hoch Eigenkapital getragene Unternehmen derzeit gute Chancen für Schnäppchen. Das wird nach Derkums Meinung in absehbarer Zeit der Fall sein.

Fortsetzung auf Seite 10

## Inhaltsverzeichnis

### Titelthema:

#### Immobiliegutachten

Fondsimmobilien:

Ein Plädoyer für bessere  
Bewertung ..... Seite 2

Interview mit Ullrich Werling:  
Ratings können Gutachten  
nicht ersetzen ..... Seite 4

Kommentar:  
Was nützt das Gutachten  
in Gedanken? ..... Seite 6

Fundus muss Garantie  
für „Pyramide“ erfüllen ..... Seite 3

IC Immobilien / Fair Value:  
„Zum Nachteil  
der Anleger“ ..... Seite 6

Verrechnet:  
Fatale Fehlleistungen ..... Seite 7

Ergebnisse der  
Feri-Frühjahrstagung ..... Seite 8

Immobilienmarkt USA:  
Die (ewige) Frage nach dem  
richtigen Zeitpunkt ..... Seite 1  
*Fortsetzung* ..... Seite 10

Die Finanzkrise ist bei  
Büroinvestments  
angekommen ..... Seite 12

Dubai 1000:  
Rätselraten um Recker ..... Seite 13

Dubai: Der schöne Schein  
verblasst ..... Seite 14

Interview mit Karl-Burkhard  
Caspari: Drei Jahre  
Bafin-Prüfung ..... Seite 16

Interview mit RA Peter Mattil:  
Die europäische Sammelklage  
kommt ..... Seite 18

Kurz und bündig, Zweitmarktticker  
und Fondsticker ..... ab Seite 20

## Fondsimmobilien

### Ein Plädoyer für bessere Bewertungen

**„Wie kann es sein, dass diese Fondsimmobilien innerhalb weniger Jahre einen so hohen Wertverlust haben“, fragen geschädigte Anleger und beratende Rechtsanwälte seit Jahren bei der Prüfung der Schadensursachen von Notleidenden Immobilienfonds. Zwei herrschende Denkweisen versperren den Blick auf die Bewertung: Immobilienwerte sind sowieso das Ergebnis subjektiver Einschätzung, und insbesondere bei der konjunkturellen Entwicklung kann man sich irren.**

So kommt man zu dem Schluss, auf der Ebene der Bewertung ist kaum etwas zu machen, und weicht in den Klageverfahren auf Prospektfehler aus. Auch dann, wenn offensichtlich ist, dass der Schaden des Anlegers im Wesentlichen dadurch verursacht wird, dass die Immobilien von Anfang an für einen Fonds nicht geeignet waren.

Ein fachkundiger Blick in die Chronologien von zahlreichen Problemimmobilien der vergangenen 20 Jahre zeigt, dass sie eine Gemeinsamkeit haben: Ihre Mieterträge stagnieren oder nehmen dauerhaft ab, in Ost- und Westdeutschland, bei Alt- und Neubauten. Im Laufe der Jahre gehen zwei oder drei konjunkturelle Aufschwünge an diesen Immobilien vorbei, ohne Verbesserung der Vermietungsergebnisse. Es kommt im Anlagezeitraum nicht zum Ausgleich der Diskrepanzen zwischen Ertragskraft und Kapitaldienst. Im Gegenteil: Die Diskrepanz nimmt zu. Die Konjunktur kann es also in diesen Fällen nicht sein. Was ist dann der wesentliche Risikotreiber für die Diskrepanzen dieser Immobilien? Wie kann vermieden werden, dass Immobilien mit dauerhaften Diskrepanzen in einen Fonds eingebracht werden? Und wenn die Anleger schon geschädigt wurden: Wie können sie im Nachhinein auf der Ebene der Bewertung unterstützt werden?

Die wichtigste Antwort vorweg: Durch Einordnung der Bewertung in den wirtschaftlichen Zusammenhang ist feststell-

bar, ob Immobilien dauerhaft zunehmende oder abnehmende Erträge haben werden. Auch im Nachhinein ist eine Prüfung der Immobilienwerte zum Emissionszeitpunkt möglich. Nur: Bis heute ist kein Gutachter – ganz gleich aus welcher Bewertungskultur – verpflichtet, vor einer Bewertung nachvollziehbar zu prüfen, ob der Ertragsverlauf konjunkturellen Schwankungen unterliegen oder ob er ein anderes Muster haben wird. Ausnahmslos alle Wirtschaftlichkeitsprognosen bauen auf der Annahme steigender Erträge auf. Steigende Erträge oder allenfalls mit der Konjunktur schwankende Ertragsverläufe sind aber nur ein Muster, das Ertragsverläufe annehmen können. In der Wirklichkeit gibt es seit 20 Jahren immer mehr Immobilien mit stagnierenden oder abnehmenden Erträgen – an Standorten, an denen sich Angebot und Nachfrage nach Mietflächen nicht mehr ausgleichen. Weil die Prüfung dieses Sachverhalts fehlt, gelangen Immobilien in die Fonds, die aufgrund des wirtschaftlichen Zusammenhangs, in dem sich ihr Ertrag bildet, keine zunehmenden Erträge haben können. Dauerhaft zunehmende Erträge sind aber die Voraussetzung für die Eignung von Immobilien als Anlagevermögen.

Hinzu kommt, dass es keine Verpflichtung gibt, Immobilien für geschlossene Immobilienfonds überhaupt mit einem qualifizierten und normierten Verfahren zu bewerten. Bewertungstechnik und rechtlicher Rahmen hinken hinter der Wirklichkeit her, zum Schaden der Anleger. Bei Immobilienfonds kann die Bewertung als Tor verstanden werden, das die Immobilien passieren müssen, um als langfristige Anlage zu dienen. Dieses Tor ist der wesentliche Schutz, um zu verhindern, dass ungeeignete Immobilien in einen Fonds gelangen. Aufgrund der strukturellen Veränderungen in der Wirtschaft sind Wertansätze aus Anschaffungs- und Herstellungskosten oder vom Fonds gezahlten Kaufpreisen – vor allem, wenn sie von verbundenen Unternehmen gestellt werden – ganz allgemein keine geeigneten Tore gegenüber dem Risiko dauerhafter

>>

Ertragsausfälle. So gesehen existieren derzeit keine wirksamen Tore. Sie müssten durch eine Änderung des rechtlichen Rahmens für Fonds errichtet werden. Dieser Rahmen müsste die Pflicht enthalten, die Immobilien für Fonds mit normierten Verfahren zu bewerten und vor jeder Bewertung im wirtschaftlichen Zusammenhang zu prüfen, welches Muster der Ertragsverlauf haben wird. Das macht zusätzlich Arbeit, weil man im Fondsprospekt nicht mehr einfach annehmen kann, wie der Ertragsverlauf in der Wirtschaftlichkeitsrechnung rechnerisch sein wird, mit paralleler verbaler Aufzählung der Risiken. Zum Schutz der Anleger müsste man diese Arbeit besser machen. Wie muss man sich die zusätzliche Bewertungsarbeit vorstellen?



Bild: Fotolia

Der Ertragsverlauf von Immobilien spiegelt den wirtschaftlichen Zusammenhang am Standort wieder. Dieser Zusammenhang wird von Nachfrage- und Angebotsfaktoren bestimmt, die eine Struktur – ein Muster – bilden. Diese Struktur hat sich in jahrelangen Prozessen verändert. Für Anleger ist von entscheidender Bedeutung, ob sich diese Struktur an den

Standorten vor oder während des Anlagezeitraums ändert und welche Ertragsverläufe sie generiert. Das kann man prüfen, indem man die dominierenden Faktoren des wirtschaftlichen Zusammenhangs am Standort erfasst, ihre Strukturbeziehungen und deren Veränderung im Zeitverlauf erforscht. Wenn der Schaden schon entstanden ist, sollte man einen erfahrenen Gutachter beauftragen, zu prüfen, ob die Veränderung der Struktur schon zur Zeit des

Fondsbeitritts vorlag, auch wenn er Jahre zurückliegt. Auf der Ebene der Bewertung liegen dann für die Klageverfahren bessere und fundierte Argumente vor als bei den derzeit üblichen Gutachten, selbst wenn sie der Wertermittlungsverordnung genügen. Eine aktuelle Umfrage unter 100 qualifizierten Gutachtern ergibt, dass erfahrene Gutachter erkennen, wann ein Standort gekippt ist. Er ist gekippt, wenn Ertragsausfälle dauerhaft sind und zunehmen. Die Umfrage bei den Gutachtern erlaubt erstmals die Feststellung, dass sich die Strukturen im wirtschaftlichen Zusammenhang in allen deutschen Regionen und für alle Nutzungsarten geändert haben. Dieses Ergebnis bedeutet für sich gesehen schon, dass es zur Sorgfaltspflicht der Initiatoren gehören müsste, die Ertragsverläufe von Immobilien im jeweiligen wirtschaftlichen Zusammenhang prüfen zu lassen.

*Diplom-Volkswirtin Mathilde Th. Stanglmayr, MSP Stanglmayr Projektmanagement GmbH, Berlin*

## Fundus muss Ausschüttungsgarantie für Pyramide erfüllen „Mehr als dreist“

**Das Landgericht Aachen hat die Fundus Fonds Verwaltungen GmbH auf Erfüllung der Garantie im Fundus-Fonds 27 verurteilt (Az: 1 O 419/07). Der Fonds, besser bekannt unter dem Namen „Pyramide“, entwickelte sich für die Anleger zu einem Desaster. Im Jahr 1997 erhöhte Fundus für den Fonds 27 das Kapital und versprach den neuen Gesellschaftern eine vermeintliche Ausschüttungsgarantie. Als der Problemfonds ab 2004 die Ausschüttungen nicht mehr leistete, wurde die Fundus GmbH aus der Garantie in Anspruch genommen, doch sie verweigerte die Zahlung.**

Der Kläger, der sich getäuscht fühlte, nahm die Fundus GmbH aus der Garantie in Anspruch. „Das Verhalten der Fundus GmbH ist mehr als dreist“, meint der

Münchener Rechtsanwalt Axel Rathgeber, der nun das Urteil erstritten hat. Er ist der Auffassung, dass die Anleger damals bewusst getäuscht wurden und die Fundus GmbH nie die Absicht hatte, die Garantien zu erfüllen.

Im Sommer 2004 entschieden sich die Gesellschafter für den Verkauf des Objekts. Ein Jahr später teilte Fundus den Anlegern mit, dass angeblich ein Käufer gefunden sei, ohne den Interessenten und den Preis zu nennen. Ein weiteres Jahr später mussten die Anleger erfahren, dass der angebliche Käufer von den Vertragsbedingungen abgewichen sei und die Suche nach einem neuen Käufer laufe. Rückflüsse hatten die Anleger ohnehin nicht mehr zu erwarten, da die Banken bedient werden mussten. „Die Pyramide

wurde zwischenzeitlich von Anno Jagdfeld an eine Briefkastengesellschaft in Gibraltar verkauft, ohne dass die Gesellschafter einen Anteil an dem Erlös oder auch nur Informationen über den Kaufabschluss erhalten hätten“, so Axel Rathgeber.

Die Staatsanwaltschaft ermittelte gegen Anno August Jagdfeld in Sachen Pyramide. Grund: Die vermietbare Fläche soll wesentlich geringer ausgefallen sein als im Prospekt beschrieben. Im Prospekt war von 43.800 Quadratmetern die Rede, tatsächlich sollen es aber nur 38.200 Quadratmeter sein. Fundus verweist auf ein Gutachten eines Sachverständigen, der die ursprüngliche Flächenberechnung bestätigt habe.

Interview mit Ullrich Werling

## Ratings können Gutachten nicht ersetzen

*Was muss sich ein Anleger unter dauerhaften Ertragsausfällen vorstellen, können Sie Beispiele geben, vielleicht zu Büro, Einzelhandel oder gefördertem Wohnungsbau?*

Zum Leidwesen von Anlegern gibt es vielfältige Gründe, die zu solchen Ertragsausfällen führen können: Es kann die nachhaltige erzielbare Miete unter der Miete liegen, die im Fondsprospekt kalkuliert wurde. Das ist immer noch häufiger bei Immobilien in den neuen Bundesländern einschließlich Berlin der Fall, wo die Mietpreise in den vergangenen Jahren praktisch nur eine Richtung kannten: abwärts. Aber auch in den alten Bundesländern sehen wir das Problem häufiger, da auch dort ganze Marktsegmente oder einzelne Standorte kippen. Ertragsausfälle entstehen aber auch dadurch, dass größere Flächen über längere Zeiträume leer stehen. Zum Beispiel, wenn ein großer Büromieter auszieht und die Anschlussvermietung mühsam ist. Oder es gibt Flächen, die praktisch unvermietbar sind. Ein typisches Beispiel sind Ladenflächen im ersten Obergeschoss. Auch gesetzliche Änderungen können Ertragsausfälle bewirken, wenn beispielsweise Fördermittel entfallen, wie das in Berlin in Bezug auf die Wohnungsförderung der Fall ist.

*Stellen Sie dauerhafte Ertragsausfälle bei Immobilien in Bewertungen dar?*

Werden dauerhafte Ertragsausfälle im Gutachten nicht berücksichtigt, dann taugt das Gutachten nichts. Gesunkene Mietpreise erkennt man unter Umständen im Gutachten nicht, da sie beim Ertragswertverfahren mit ihrem aktuellen, also gegebenenfalls niedrigeren Wert zum Stichtag eingehen.

*In welcher Form fließen andere Ertragsausfälle in ein Gutachten ein?*

Mit Leerständen muss sehr differenziert umgegangen werden. Letzten Endes hängt der Ertrag immer von der Frage ab, ob und wann und zu welchem Preis es möglich ist, Flächen wieder zu vermieten. Der Wert einfluss von Leerständen kann erheb-

lich sein, eventuell ist die Immobilie wertlos. Dieses drastische Urteil ist allerdings nur in Ausnahmefällen gerechtfertigt.

*Was ist in einem solchen Fall zu tun?*

Mit Geduld, der Bereitschaft zum Nachinvestieren, Umbauen und Umnutzen, engagierter Vermarktung und einem moderaten Preis finden viele Flächen am Ende doch einen Mieter. Das alles hat seinen Preis, und den muss man berücksichtigen, auch wenn er hoch ist.

*Wie können Anleger so zusagen mit dem bloßen Auge erkennen, ob ihr Fondsobjekt Probleme aufweist, die Ertragsausfälle nach sich ziehen können?*

Generell kann ein genauere Blick auf die Immobilien selbst, in die der Fonds investiert, nicht schaden. In der Regel ist das Risiko von größeren Ertragsausfällen dann am geringsten, wenn es sich um langweilige Immobilien handelt: Mehrfamilienhäuser oder Geschäftshäuser mit mehreren Mietern in Innenstadtlagen. Heikler sind Immobilien mit nur einem Mieter. Das gilt auch dann, wenn die Bonität des Mieters sehr gut ist. Denn am Ende seiner Mietzeit kann er unter Umständen ausziehen und ein komplett leeres Gebäude hinterlassen. Ertragsausfälle und Kosten sind in dieser Situation praktisch nicht zu vermeiden. Hier sollte der Fonds vorsorgen: mit höheren Tilgungen und mit Rückstellungen für Umbauten und Vermietungsaktivitäten. Die größten Risikofaktoren sind nach meinem Eindruck: dezentrale Lagen, spezielle Nutzungen und die Abhängigkeit von nur einem Mieter.

*Wie sehen die Risiken bei Spezialimmobilien aus?*

Risiken haben generell zwei Aspekte: Wie wahrscheinlich tritt ein Schaden ein? Und wie hoch ist gegebenenfalls der Schaden? Bei Spezialimmobilien kann der Schaden sehr hoch sein, wenn diese spezielle Nutzung an dem Ort, an dem sich die Immobilie befindet, nicht mehr nachgefragt

wird. Hier hat man unter Umständen eine relativ hohe Wahrscheinlichkeit, und einen hohen Schaden. Daher würde ich zu Spezialimmobilien, also zu einem Einkaufszentrum, einem Hotel oder einem Pflegeheim, generell nur demjenigen raten, der sich mit dieser Art von Investments auskennt oder einen wirklich unabhängigen, sachkundigen Berater hat.

*Was kann ein Gutachter im Nachhinein tun, wenn er von klagenden Anlegern beauftragt wird? Lässt sich der Fehler im Nachhinein, sagen wir zum Beispiel nach acht oder zehn Jahren, feststellen?*

Es dürfte ja immer darum gehen, ob die Mietansätze zu hoch waren oder die Immobilie generell überbewertet war. Für die gängigen Immobilienarten, das heißt Büro, Einzelhandel und Wohnen, gibt es sehr gute historische Daten, so dass ein Gutachter ziemlich genau sagen kann, welche Werte zum Emissionszeitpunkt marktgerecht waren.

*Bislang besteht keine Pflicht für geschlossene Fonds, nach einem normierten Verfahren zu bewerten, obwohl die Anleger oft für Gutachten bezahlen, in die sie keinen Einblick nehmen dürfen. Welche Anforderungen müssten Bewertungsgutachten erfüllen, damit sie Schutzwirkung gegenüber dauerhaften Ertragsausfällen entfalten?*

Ein wichtiger Schritt wäre, die Gutachten dem potenziellen Anleger zugänglich zu machen. Da es Kriterien dafür gibt, was gute fachliche Praxis in der Grundstücksbewertung ist, ergibt sich daraus schon ein gewisser Zwang für den Gutachter, auf Qualität zu achten.

*Aber reicht die Methodik für Gutachten aus, um eine entsprechende Schutzwirkung vor dauerhaften Ertragsausfällen zu bewirken?*

Eine spezielle Methodik, das Risiko von Ertragsausfällen zu ermitteln und darzustellen, gibt es bislang noch nicht. In den

>>

Verkehrswert nach dem normierten Ertragswertverfahren geht das Risiko in einer Weise ein, die für den Laien unsichtbar ist: Mit Hilfe des Liegenschaftszinses, der den Risiken des Bewertungsobjekts entsprechen muss. Generell sollte ein Gutachter in der Lage sein, zum Risikoprofil einer bewerteten Immobilie explizit Stellung zu nehmen, wenn man ihn damit beauftragt.

*Sehen Sie in Ratings eine Alternative zu Gutachten?*

Ratings können ein Gutachten nicht ersetzen, aber gerade in Hinblick auf das Risiko ergänzen. Sie sind gerade dafür entwickelt worden, Ausfallwahrscheinlichkeiten auszudrücken. Allerdings sind

Ratings ein komplexes Werkzeug. Mit der Komplexität ist leider auch eine erhöhte Manipulationsanfälligkeit gegeben.

*Was können Ratings aus Anlegersicht dann überhaupt bewirken?*

Sie sind dann hinsichtlich der Anlagerisiken am aussagefähigsten, wenn sie sich auf umfangreiche, historische Daten stützen. Für eine Spezialimmobilie, die noch nicht einmal gebaut ist, hapert es an solchen Daten. Ein ehrliches Rating macht dann auf das generell erhöhte Risiko der Immobilienart aufmerksam – nicht mehr und nicht weniger. Wirklich schlauer ist man dann auch nicht.

*Vielen Dank für das Gespräch.*



*Ullrich Werling, Chartered Surveyor, CIS Hypertz (F), Sachverständigenbüro Dr. Geppert, Berlin*

## Ertragswertverfahren

**Amtliche Regelungen zum Ertragswertverfahren finden sich in der Wertermittlungsverordnung (WertV), die allerdings kein zwingendes Recht darstellt. Vielmehr ist es gerade Sache des Gutachters, ein Wertermittlungsverfahren auszuwählen, und in der Regel ist dieses Verfahren gut geeignet, den Verkehrswert einer Immobilie zu ermitteln.**

Das Verfahren selbst ist für Uneingeweihte etwas verworren und nicht in wenigen Sätzen erklärbar. Aus der Sicht eines Anlegers gibt es einen zentralen Punkt, die Frage nach den Werttreibern: Die wesentlichen Werttreiber dieses Verfahrens sind der Rohertrag und der Liegenschaftszins. Letzterer drückt die Renditeerwartungen aus, die je nach Lage, Objektart und Bauzustand marktüblich sind.

Der Ansatz für den Rohertrag ist nach § 17 Abs. 2 WertV so zu wählen, dass dieser nachhaltig erzielbar ist. Um es et-

was plakativ auszudrücken: hat ein geschickter Vermieter jemandem eine Eigentumswohnung zu einer überhöhten Miete aufgeschwatzt, so erhöht sich der Wert der Wohnung dadurch nicht wesentlich. Der Gutachter wird vielmehr prüfen, ob diese Miete auch dauerhaft zu erzielen ist, und hoffentlich erkennen, dass die Miete überhöht ist. Sodann setzt er eine geringere Miete an, die tatsächlich nachhaltig erzielbar ist, und kommt damit im weiteren Verfahren zum Wert der Eigentumswohnung.

Dasselbe gilt für jede Art von Renditeimmobilie. Wenn also etwa ein Pflegeheim zu einer überhöhten Miete vermietet ist, dann sehen wahrscheinlich die Prognosen im Fondsprospekt sehr gut aus. Der Wert des Pflegeheims ist gleichwohl geringer. Insbesondere geringer, als sich das die Beteiligten je nach Sichtweise wünschen oder vormachen lassen.

### Risikofaktoren einzelner Immobilienarten

#### **Wohnen:**

sehr hohe Mieten in neu errichteten oder gründlich sanierten Gebäuden

#### **Büro:**

Vermietung an einen einzelnen Großmieter

#### **Einzelhandel:**

solitäre Lagen (ohne Handelsumfeld)

#### **Betreutes Wohnen:**

Generalmietvertrag mit einem Betreiber; Mietpreis mehr als 20 Prozent über der Miete für vergleichbare Wohnungen in der Region

#### **Pflegeimmobilien:**

Mietpreise mehr als 20 Euro pro Bett und Tag (für einen durchschnittlichen Standort)

#### **Hotel:**

kein fest vereinbarter Mietpreis; kein starker Hotelkonzern als Mieter

Kommentar von Wolfhart Fabarius

## Was nützt das Gutachten in Gedanken?

**Mit Immobilien lässt sich viel Geld verdienen – und auch verlieren, wie die nach wie vor um sich greifende Finanzkrise zeigt. Auch wenn diesmal die Banken selbst tief in die Tasche greifen müssen, sitzen sie gegenüber Privatanlegern am längeren Hebel. Es ist wie es ist, wenn Finanzprofis auf Privatanleger stoßen: Die professionell aufgestellten Banken haben einen Wissensvorsprung.**

Als der Bogen zu Beginn dieses Jahrzehnts überspannt war und Immobilienfonds nicht mehr den reißenden Absatz der 90er Jahre fanden, sank in Deutschland die Neubautätigkeit. Steueranreize schwanden mit dem Paragraphen 2b Einkommenssteuergesetz. Einige Teilmärkte waren gesättigt, so dass sich nicht mehr alle Neubauflächen vermieten ließen. Bekommen die Bauträger jedoch keine neuen Aufträge, droht ihnen unter Umständen die Zahlungsunfähigkeit. In diesem Fall würden den Banken wichtige Partner wegbrechen. So liegt es auch im Interesse der Banken, das Neugeschäft mit Immobilien am Köcheln zu halten. Interessierte Anleger gibt es genug. Die Frage ist nur, wie gut diese interessierten Anleger über die Risiken informiert sind.

Immobilien wechseln die Eigentümer, stets begleitet von neuen Bewertungen und Gutachten – mitunter bis hin zu Privatanlegern, denen zwar etwas von einem Gutachten erzählt wird, dass in der Regel die „Angemessenheit des Kaufpreises“ bestätigt; doch in die Hand bekommen die Anleger diese Gutachten nicht. Dabei sind es die Zeichner selbst, die für die teuren Gutachten zahlen müssen.

Wenn ein Initiator Kenntnis darüber hat, dass Gutachten für eine umfassende Bewertung nicht ausreichen und sich ein Objekt samt Standort bei gewissenhafter Betrachtung mehr als die im Prospekt angegebenen Risiken aufweist, ist in der Vertriebsphase ein Prospektnachtrag fällig, der bei der Bafin zu hinterlegen ist. Kommt der Initiator seiner Aufklärungspflicht nicht nach, macht er sich strafbar. Problem für die Anleger: Sie müssen in einem solchen Fall dem Initiator nachweisen, dass er den Fonds wider besseren Wissens aufgelegt hat. Zu klären wäre dann auch die Frage, ob ein Anleger überhaupt gezeichnet hätte, wenn er von den nicht weit genug gehenden Gutachten gewusst hätte.

Die Gutachten, das zeigen zahlreiche Problemfonds im Immobiliensegment, scheinen Anleger bislang nicht ausreichend auf drohende Verluste hinzuweisen. Es ist zu klären, was in der Methodik der Gutachten fehlt und wie sich die Methodik im Sinne der Anleger verbessern lässt. Ein Umdenken in der Branche ist erforderlich. Beispielsweise sollten IDW-Prüfer auf unzureichende Objektgutachten in ihren Prospektgutachten hinweisen.

Fazit: Die Guten ins Töpfchen, die Schlechten ins Depot der Privatanleger? In weiten Branchenkreisen hält sich dieses überspitzt formulierte „Motto“ hartnäckig – nicht nur im Immobiliengeschäft, sondern auch bei Schiffen und Windkraftanlagen. Wenn Banken und Initiatoren widerlegen wollen, dass sie lukrative Investments eher auf eigene Rechnung nehmen und lieber das in den Vertrieb geben, was ihnen selbst zu unsicher erscheint, sollten sie ihre Transparenzbelegungen endlich umsetzen. Anlegern die Objektgutachten frei zur Verfügung zu stellen, wäre ein wichtiger Schritt. Dann ließe sich klären, worin die Fehleinschätzung lag und wie sich die Methodik verbessern lässt.

IC Immobilien / Fair Value AG

## „Zum Nachteil der Anleger“

**Im Streit um die Übertragung von Fondsanteilen des BBV 9 an die Fair Value AG hat sich der Beirat Horst Schmittl zu Wort gemeldet. In einem Schreiben an die Mitkommanditisten hatte er im Vorfeld einer außerordentlichen Gesellschafterversammlung „entscheidende Veränderungen“ in Aussicht gestellt, darunter die Abwahl der IC-Gruppe als Verwalter, die Bestellung einer neuen Fondsverwaltung und die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen. Entsprechende Anträge fanden auf der Versammlung dann aber keine Mehrheit.**

Die Vorwürfe des Beirats: Die IC wolle in erster Linie eigene Interessen wahren, die Fondsverwaltung habe bei den Anteilverkäufen und den geplanten Immobilienverkäufen „zum Nachteil der Anleger in die eigene Tasche gewirtschaftet“. Die Bewertung der BBV-9-Anteile sei mit 41,6 Prozent des Nominalkapitals „nicht reell“. Wer seine Anteile in Aktien der Fair Value getauscht habe, würde heute nur noch ein Drittel des eingesetzten Kapitals erlösen. Dabei weise die Fair Value AG in ihrem ersten Quartalsbericht vom 30. November 2007 einen Überschuss von 6,15 Millionen Euro „aufgrund positiver Wertentwicklung der Immobilien“ aus.

Zur Kursfindung des Angebots der Fair Value hatte Frank Schaich – lange Zeit IC-Geschäftsführer und nun für die Fair Value AG tätig – gegenüber den Anlegern ausgeführt, dass die Immobilien von zwei Gutachterteams bewertet worden seien. Die beiden Werte seien um fünf Prozent voneinander abgewichen, Fair Value habe für das Angebot an die Anleger den Mittelwert gebildet. Hinzu kämen die Kassenbestände, abzuziehen seien die Verbindlichkeiten. Die Finanzierung würde „zu Marktpreisen bewertet“. Makler- und sonstige Liquidationskosten würden nicht angesetzt. Horst Schmittl stellte Strafanzeige.

*Fortsetzung auf Seite 7*

## IC Immobilien / Fair Value AG

# „Zum Nachteil der Anleger“

Fortsetzung von Seite 6

Der Vorwurf: Untreue und Betrug in besonders schwerem Fall. Der Tatbestand der Untreue sei dadurch erfüllt, dass Frank Schaich neben seiner Tätigkeit als Geschäftsführer der BBV-9-Verwaltung zum Nachteil der Anleger und zum eigenen Vorteil für Dritte innerhalb der IC Group tätig geworden sei. Frank Schaich habe entgegen seiner vertraglichen Vermögensfürsorgepflicht gehandelt. Der Tatbestand des Betrugs sei dadurch er-

füllt, dass Frank Schaich alles daran gesetzt habe, die Fondsanteile der Anleger zu einem möglichst niedrigen Preis in die Fair Value AG einzubringen. Die „soliden Objekte“ habe er „auf einen Bruchteil ihres eigentlichen Wertes“ heruntergerechnet. Die Anleger sollten glauben, dass die Objekte „nichts wert seien“ und dadurch zum Verkauf bewegt werden. „Unterpreisige Einkäufe“ – so der Vorwurf – sollten der Fair Value AG vor ihrem geplanten Börsengang fehlendes Eigenkapital zuführen. An dem Fall ist

mittlerweile die Staatsanwaltschaft München dran. 61 Anleger des BBV-Fonds 9 hatten bei der Staatsanwaltschaft München Strafanzeige gegen 14 geschäftsführende Personen der IC Gruppe – darunter Frank Schaich und Oscar Kienzle – erstattet. Hintergrund sind personelle Verquickungen beim Umtausch- und Kaufangebot der Fair Value AG an 15 IC- und BBV-Immobilienfonds (siehe Fondszeitung 18-2007).

## Verrechnet

# Fatale Fehlleistungen

### Aquis

Die Aquis-Fonds liefern ein Beispiel par excellence, wie leichtfertig Mitte der 90er Jahre Immobilienfonds mit Investitionsschwerpunkt Ostdeutschland vertrieben wurden. Mit dem möglichen Verkauf der Objekte sind die eigentlichen Probleme nicht beseitigt. Die Anleger werden nicht nur Totalverluste hinnehmen müssen, sondern weitaus mehr als ihre Einlage verlieren, selbst unter Berücksichtigung der Steuerersparnisse. Banken und Initiatoren wollen sich schadlos halten. Gerichtsverfahren dürften sich noch über Jahre hinziehen (siehe Fondszeitung 7-2007)

### Bankgesellschaft Berlin

Die geschlossenen Immobilienfonds der Bankgesellschaft Berlin zogen einen Skandal nach sich, der noch heute weite Kreise zieht und immer neue kriminelle Machenschaften der Verantwortlichen ans Licht bringt. Anleger der maroden IBV- und LBB-Fonds hatten vor vier Jahren die Jahresabschlüsse ihrer Fondsgesellschaften und die Einhaltung von Verträgen überprüfen lassen – von unabhängiger Seite.

Der Bericht von Dr. Röver & Partner für den IBV Leasing Fonds 1 steht exemplar-

isch für das Vorgehen des Initiators. Im Fazit heißt es: „Wir haben eine Reihe von Prospektabweichungen aufgezeigt, die eine Schwächung der Liquidität des Fonds zur Folge hatten und in der Summe ihrer Auswirkungen als Ursache für die inzwischen eingetretenen Liquiditätsschwierigkeiten des Fonds angesehen werden können.“ Die Probleme und Abweichungen des Fonds seien zumindest teilweise auf das Tun beziehungsweise Unterlassen der Geschäftsführung zurückzuführen, so dass diese in Teilbereichen nicht als „materiell ordnungsgemäß“ bezeichnet werden könne.

### Falk Capital

Knapp zwei Jahrzehnte lang legte Falk Capital selbst entwickelte Immobilien in geschlossenen Fonds auf. Steuergetriebene Verlustzuweisungsmodelle standen im Vordergrund. Nachdem der Gesetzgeber Ende der 1990er Jahre die Steuervergünstigungen abgeschafft hatte, startete Falk unter dem Stichwort „Renditefonds“ eine neue Fondsserie. Das Volumen aller emittierten Immobilienfonds beläuft sich auf rund 3,2 Milliarden Euro. Für die Fonds sprach Falk Mietgarantien aus, die den Initiator infolge negativer Marktveränderungen erheblich belasteten.

Die Falk Capital AG war mit ihren Tochtergesellschaften auch über ein Cash-Pooling verbunden: sämtliche Zahlungsein- und -ausgänge wickelte die Gruppe über ein Bankkonto der Falk Capital AG ab. Die Staatsanwaltschaft sieht schon für Ende 1997 eine angespannte finanzielle Situation der Falk Gruppe. Dazu habe die schleppende Platzierung des 1996 aufgelegten Falk Fonds 60 beigetragen. Die Liquidität bei Falk sank auf ein bedenkliches Maß. Ein Bankenconsortium unter Führung der Commerzbank Berlin half der Gruppe mit einem bis Ende 1999 befristeten Betriebsmittelkredit über 20 Millionen DM. Daneben engagierte sich die Commerzbank Berlin mit weiteren Krediten – sowohl für die Unternehmensgruppe als auch für die Privatpersonen Falk und Engels.

Im Juni 1998 stufte die Commerzbank Berlin ihr gesamtes Kreditengagement bei Falk über 270 Millionen DM als „mit erhöhten latenten Risiken behaftet“ ein. „Die beteiligten Banken hatten frühzeitig Kenntnis über die Schieflage bei Falk; sie stützten das System Falk, indem sie Schulden stundeten“, meint Medard Fuchsgruber, Sprecher der Aktionsgemeinschaft Falk-anleger.de. Dadurch sei die Schieflage bei Falk der Öffentlichkeit einige Jahre verborgen geblieben (siehe Fondszeitung 13-2007).

Ergebnisse der Feri-Frühjahrestagung

## Verhalten positiver Konjunkturfrühling

**Für die Weltwirtschaft sind die Prognosen positiv. Die Rezession in den USA wird sanft verlaufen. Bis 2010 ist wieder alles im Lot. Auf diese Kernaussagen verdichtet Rainer Rau, Gründer der Feri Finance AG, die Ergebnisse der 21. Feri-Frühjahrestagung in Frankfurt am Main. Während sich die Weltwirtschaft absolut gesehen noch keine zu großen Dellen erkennen ließ, ging es auf den Teilmärkten turbulenter zu.**

Zweimal im Jahr präsentiert Feri seine Konjunkturanalyse. Doch so schwierig, wie dieses Mal waren Prognosen noch nie, so das Fazit von Rau. Doch mit Kritik sparte man, wie auch die Wirtschaftsforschungsinstitute bei ihren Frühjahrgutachten, nicht. Mit sehr deutlichen Worten verurteilte er die derzeitige politische Gangart. Deutschland sei nur über nachhaltige Reformen zu helfen. Diese aber würden derzeit fehlen. Angela Merkel führe eine Politik der Wiederwahl. Den entscheidenden Beitrag zum Wirtschaftswachstum in Deutschland aber leistete die von Ex-Bundeskanzler Gerhard Schröder ins Leben gerufene Agenda 2010. Die sich daraus entstehenden Chancen hat die Regierung Merkel aber verspielt. Sie kümmere sich um jeden, nur nicht um die arbeitende Bevölkerung. Zwar trotzte Deutschland der Euro-Aufwertung, der Finanzkrise und den steigenden Preisen noch. Seiner Prognose nach ergibt sich für Deutschland ein reales Wachstum beim Bruttoinlandsprodukt von 2,3 Prozent.

Im Zusammenhang mit der Entwicklung der Weltwirtschaft sah Rau vor allem drei Problemkreise: Zum einen die stark ansteigende Öl- und Lebensmittelpreise, die Kreditkrise und als dritten Punkt die Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten. Vor allem die stark ansteigenden Preise für Rohöl und Lebensmittel bereiten derzeit Sorgen. Sie könnten die Welt in eine Rezession stürzen. Die Frage sei nur wann, so Rau. Seit dem Anfang des Aufschwungs in 2002 haben sich die Energiepreise verfünffacht, der Goldpreis stieg

um das vierfache, Nahrungsmittelpreise verdoppelten sich. Ein Mäßigung oder gar Dämpfung ist derzeit nicht in Sicht. Auch ein Zurückfallen der Ölpreise sieht Rau nicht. Experten halten sogar 150 Dollar pro Barrel für möglich. Kommt es zu keiner Lohn-Preisspirale ist der Preisanstieg für die Weltwirtschaft ein „Nullnummernspiel“, da Öl importierende Länder Kaufkraft an ölexportierende Länder abgeben, die wiederum konsumieren. Es käme nur zu einer Umverteilung.

Die politischen Spannungen sind auf globaler Ebene gleich geblieben. Krisenherde bleiben weiterhin Irak/Afghanistan, Palästina/Israel, der Iran und China/Tibet.

Für die einzelnen Märkte ergab sich ein sehr differenziertes Bild.

**USA:** In den USA ist derzeit die Stimmung schlecht. Das zeigt sich an den schwachen Konsumausgaben. Mit 70 Prozent des Bruttosozialproduktes stellen sie aber den wichtigsten Wachstumsmotor dar. Um die Konsumausgaben anzukurbeln, so Rau, wird Notenbankchef Ben Bernanke daher die Politik des billigen Geldes fortführen und die Zinsen von derzeit 2,25 Prozent weiter senken. Rau hält 1,25 Prozent durchaus für möglich. Da nur eine verstärkte Nachfrage die Krise beenden kann, bleibt als Alternative einerseits ein Nachfrageschub durch die öffentliche Hand auszulösen oder die Steuern zu senken. Das ist im Wahljahr eine sicherlich zu erwartende Handlungsalternative. Die Wohnungskrise ist nach Meinung Raus noch nicht ausgestanden, sondern beschleunigt sich. Parallel dazu steigt die Arbeitslosenquote. Inzwischen hat sie die fünf Prozent Marke überschritten. Für 2008 bleibt nach Rau der Immobilienmarkt mit großen Risiken behaftet. Es werde kein gutes Jahr. Ab 2009 geht es dann wieder aufwärts. Das reale US-BIP wird nach einem Einbruch um 0,9 Basispunkte im Vergleich zum Vorjahr um rund zwei Prozent wachsen.

**Japan:** Nippon geht es nicht wirklich schlecht. Durch die Handelsbeziehungen zu China wird der Rückgang zudem schwächer aus als 2001. 2008 allerdings, so das Analyseergebnis, wird für Japan ein hartes Jahr werden. Bis 2010 wird es dann wieder zu einem deutlichen Anstieg im Wirtschaftswachstum kommen.

**Rising Countries:** Die Stabilität von Brasilien, Russland, Indien und China, hängt davon ab, wie sich die Länder wirtschaftlich entwickeln werden. Eine zunehmende Entkoppelung der BRIC Staaten von den USA ist in Gange. Eine Rohstoffblase ist derzeit noch nicht abzusehen, muss aber als potentiell Risiko im Auge behalten werden. Auch hier gelten die größte Sorgen der Inflation und die Verteuerung der Lebensmittel, die schnell soziale Spannungsherde erzeugen können.

**Europa:** Die Stimmung ging erneut zurück. Die Realwirtschaft wuchs durchschnittlich um 1,8 Prozent. Große volkswirtschaftliche Probleme haben die Schweiz, Großbritannien und Spanien. Die entscheidenden Faktoren für wirtschaftliches Wachstum in der EU werden die Exportquote und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Preise darstellen.

**Deutschland:** Vor allem die Unsicherheit welche Ausmaße die US-Krise noch annehmen kann, belastet die Konjunkturwicklung in Deutschland. Nach Ansicht der Feri-Analysten würde es für das Wachstum der Weltwirtschaft schwer leiden, wenn die USA tiefer in eine Rezession gehen sollte, da die Emerging Markets die Lücke nicht alleine kompensieren können. Positiv, so Rau, entwickle sich der IFO Geschäftsklimaindex. Er steigt seit drei Monaten. Nach seiner Einschätzung steht die Wirtschaft in Deutschland im Frühjahr 2008 besser da als noch im Herbst vergangenes Jahr angenommen.



## Immobilienmarkt USA

# Die (ewige) Frage nach dem richtigen Zeitpunkt

*Fortsetzung von Seite 1*

Doch derzeit ist noch nicht viel Bewegung am Markt. Alle warten ab. Einfach sei die Lage natürlich nicht, gibt auch Derkum zu bedenken. „Die Auswirkungen der Krise sind schon gravierend. Man muss sich darauf einstellen und bei den Fondskonstruktionen Szenarien einbauen, die auch bei Verschlechterung der Marktlage immer noch funktionieren.“ Seiner Meinung kommt auch in nächster Zeit viel Druck auf die US-Teilmärkte von allen Seiten. Auch bei Core-Immobilien der A-Klasse wird es zu Korrekturen kommen.

Neu sind Immobilienkrisen in den USA nicht. Bereits Ende der 80-iger Jahre kam es in den USA durch exzessive Kreditvergabe seitens der Banken zur Überbauung. Die Immobilien fanden keine Mieter. An die Auswirkungen der drastischen Markteinbrüche können sich viele noch gut erinnern. Damals gerieten die Preise so stark unter Druck, dass 100.000 Menschen ihre Jobs verloren.

Doch es gab einen gravierenden Unterschied: Die Zinsen lagen Mitte der 80er-Jahre noch bei rund zehn Prozent, obwohl die Inflation wieder unter fünf Prozent gefallen war. Darin lag letztendlich auch die Crux. Durch die steigenden Zinsen mussten sich zunehmend seriöse Kreditnehmer aus dem Markt verabschieden, da sie mit weitgehend sicheren Investitionsprojekten angesichts der hohen Finanzierungskosten nur noch begrenzte Renditen erzielen konnten. Sie wichen damals auch auf hochriskanten Projekte aus.

Dieses Mal waren die Zinsen niedrig. Volkswirtschaftlich gesehen ist es daher eigentlich unlogisch, dass viele den Grund für die Krise in der zu lockeren Geldpolitik der US-Notenbank sehen, die den Zinssatz bis auf ein Prozent pro Jahr senkte und hielt. Die Fed wollte nach der New-Economy-Pleite, den Terroranschlägen und der Verunsicherung durch den Irakkrieg den Konsum ankurbeln. Da sich auch die Banken billig refinanzieren

konnten, gab es keinen Grund, unsichere Geldanlagen zu wählen, da es keinen Renditedruck wie in den 80-iger Jahren gab. Doch dann kam die Gier ins Spiel. Zur Renditemaximierung wurde in riskantere Subprimes investiert. Und die Geschichte nahm ihren Lauf.

Nun steuert Ben Bernanke mit allen ihm zur Verfügung stehenden Mitteln dagegen. Die US-Regierung will die Wirtschaft wieder ankurbeln, das ist sicher. Nicht alles tritt offen zu Tage. So ist beispielsweise die anhaltende Dollarschwäche durchaus politisch gewollt, macht sie doch US-Exporte billig und feuert so die Nachfrage an. Tony Horrell, CEO Capital Markets bei Jones Lang Lasalle, sieht für die USA großen Handlungsbedarf: „Die Zentralbanken und Kreditgeber haben damit zu tun, die Kreditmärkte zu stabilisieren und zu beleben. Die Situation wird verschärft durch die Besorgnis um die Entwicklung der Weltwirtschaft. Insbesondere durch die angespannte Situation der großen Volkswirtschaften wie den USA, Großbritannien und Japan.“ Diese Problematik schlägt zunehmend auch auf die Immobilienmärkte durch.

Seit längerem gelten viele US-Teilmärkte als überhitzt. Die Nachfrage nach Gewerbe- und Wohnimmobilien war riesig. Die Preise explodierten. Der Credit-Crunch führte zu dem längst fälligen Wendepunkt. Doch so richtig vorwärts geht es nicht. Viele Verkäufer und Käufer auf dem Immobiliensektor befinden sich derzeit in Wartehaltung. An vielen Standorten in den USA hatten die Immobilien im Jahr 2007 ihr Allzeithoch erreicht. Daher klappt nun die Schere der Erwartungen oft noch deutlich auseinander, sind doch die Preis-erwartungen von Verkäufern und Käufern oft sehr unterschiedlich.

Da die stark geleveragten Finanzierungen ausfallen, macht sich auf Käuferseite zunehmend ein Liquiditätsproblem breit. Durch die geringere Kreditverfügbarkeit im Zuge der Vertrauenskrise scheitern die Käufer oft an der fehlenden oder schwer

auf die Beine zu stellenden Finanzierung und den inzwischen gestiegenen Kreditkosten. Die Preisüberreibungen der vergangenen Monate machen sich nun bemerkbar. Viele Mieten und ihre künftige Entwicklung wurden zu positiv eingeschätzt, so dass selbst ein konservativer Ansatz bei der Mietsteigerung kein realistisches Szenario darstellt. Derkum sieht ein Ansteigen der Nettoanfangsrenditen und Korrekturen bei den Multiplikatoren.

Wegen der Krise wurden viele Projekte verschoben und sind in der Ausführung verzögert. Viele Projektentwickler sind finanziell unter Druck. Verfügen Investoren über genügend Eigenkapital, so seine Einschätzung, ist der Kaufzeitpunkt nun interessant, da der schwache Dollar und die Marktkonsolidierung sicherlich zu einigen günstigen Angeboten am Markt führen wird. Für Fondsentwickler bietet die aktuelle Marktsituation auch Chancen. Ihr Optimismus fußt auf der langfristigen positiven Markteinschätzung und den Fundamentaldaten der USA. Nach Schätzungen des Census Bureaus, der Statistikbehörde der USA soll die Bevölkerung bis 2043 auf mehr als 400 Millionen Menschen anwachsen. Dieser demografische Faktor ist wichtig für die Immobilienwirtschaft, signalisiert er doch eine parallel dazu steigende Nachfrage nach Wohn- und Gewerbeimmobilien.

Um zu investieren, muss die Wachstums-story eines Standortes stimmen. Dazu gehört eine möglichst geringe Arbeitslosenquote, ein nachhaltiges, überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum, eine diversifizierte Wirtschaftsstruktur, hoher Zuzug und Arbeitsplatzanstieg – schließlich noch eine über dem nationalen Durchschnitt liegende Geburtenrate. In Boston beispielsweise ist laut einer Studie der HSH Nordbank das Angebot an qualitativ hochwertigen Immobilien stark begrenzt. Gute Rahmenbedingungen bieten Los Angeles und Seattle dank guter Arbeitsmarktprognosen.

Weniger Potenzial sieht HSH für Orlando, Austin und San Diego. Diese Städte

>>

kämpfen mit einem Überangebot. Auch die ehemalige Boomstadt San Francisco erlebte einen starken Einbruch bei den Mieten. Seit dem Credit-Crunch gab es dort fast keine Immobilientransaktionen mehr. Auch Jamestown sieht vor allem im Südosten in den Bundesstaaten Georgia, North- und South-Carolina Chancen. Dabei sind Städte wie Charleston, Savannah und Atlanta, aber auch die klassischen 24-Stunden-Städte für Core-Immobilien wieder interessant. B-Standorte und B-Städte dagegen bergen derzeit ein relativ hohes Risiko angesichts der momentanen Rahmenbedingungen.

Statt zu kaufen, nutzen viele Initiatoren wie Jamestown, Ideenkapital und kürzlich die Deutsche Bank bei ihrem Chicago Premiuminvest-Fonds die noch anhaltende Phase der hohen Preise am Gewerbeimmobilienmarkt und verkaufen ihre Core-Objekte mit hohem Gewinn. Zunehmend aber vermietet inzwischen der schwache Dollarkurs den Anlegern die Freude an solchen Verkäufen, verlieren sie doch beim Währungstausch erheblich. Günstiger ist es, die Verkaufserlöse weiter im Dollarraum zu investieren.



Real Estate: Big Business im Big Apple

Die Gründe für den Verkauf liegen auf der Hand. Einerseits kann man sich charmant und für den Anleger lukrativ von nicht ins Portfolio passenden Immobilien trennen, zum anderen ist es eine gute Möglichkeit, sich von Immobilien zu lösen, die nicht

mehr viel Wertsteigerungsphantasie aufweisen, beispielsweise aufgrund langer Mietverträge. Gehalten werden vor allem Immobilien, so Markus Derkum, bei denen eine erhebliche Wertsteigerung im Cashflow zu sehen ist. Gibt es gute Perspektiven, die Mieteinnahmen zu steigern, kann das Halten der Immobilie durchaus die richtige Entscheidung sein, da in diesem Fall die steigenden Mieteinnahmen den sinkenden Einkaufsfaktor kompensieren.

Auf wackeligen Beinen stehen derzeit zwei HGA-Fonds. Hier hat die HSH Nordbank nun das Krisenmanagement übernommen. Die Apartmenthäuser in Las Vegas, Washington DC, Houston und Palm Bay/Florida finden zu wenig Mieter. Das soll vor allem an der Alliance Residential liegen, die sich um die Vermietung kümmert. Derzeit prüft die HSH Nordbank, ob Alliance ersetzt werden soll. Das

dürfte auch die Hamburg Trust interessieren. Sie kaufen für ihren neuen Fonds Domicilium Apartments in Florida und Texas. Als Verwalter ist ebenfalls die Alliance geplant, die Ex-HGA-Chef Joachim Seeler noch aus dieser Tätigkeit kennt.

Aktuelle US-Immobilienfonds					
Fonds	Eigenkapital	Gesamtvolumen	Nutzungsart	Mindestbet. + Agio	Prognose
Arcon GmbH Acron Reserve at Westchase	15.592.500 USD	42.842.500 USD	Büro	50.000 USD + 5 %	180%
BVT Residential USA 6	51.500.000 USD	51.500.000 USD	Wohnen, Büro	20.000 USD + 3 %	k.A.
Hamburg Trust Domicilium II	49.500.000 USD	116.460.000 USD	Wohnen	15.000 USD + 5 %	124%
Ideenkapital US Professional Portfolio Invest 2	126.000.000 USD	126.000.000 USD	Büro	10.000 USD + 5 %	k.A.
Ideenkapital US Properties Value Added	119.700.000 USD	119.700.000 USD	Büro	15.000 USD + 5 %	k.A.
IGB USA Retail Portfolio Fund IV	36.540.000 USD	36.540.000 USD	Büro	20.000 USD + 5 %	200%
Jamestown Co-Invest 5	262.500.000 USD	637.500.000 USD	diverse	40.000 USD + 5 %	k.A.
LHI Wachstumsporfolio USA	45.623.550 USD	45.623.550 USD	Büro, Einzelhandel	20.000 USD + 5 %	k.A.
MPC Opportunity Amerika 3	136.500.000 USD	136.500.000 USD	diverse	10.000 USD + 5 %	k.A.

## Immobilienmarkt USA

# Die Finanzkrise ist bei Büroinvestments angekommen

### Leerstandsbericht

Der Leerstands-Report von CB Richard Ellis zeigt ein durchwachsendes Bild für das erste Quartal 2008 im Bürosektor. Die Neuvermietungstätigkeit war gering, da die Firmen auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten sehr vorsichtig reagieren. Der Leerstandsanstieg ist meist auf eine Flächenreduktion der Unternehmen zurückzuführen. Die schwache Nachfrage wird vor allem den Wohnungsbau- und Finanzsektor zugeschrieben. Die geringsten Leerstände im Bürosektor haben im Metropolitan-Segment Manhattan mit 5,1 Prozent und Miami mit 8,6 Prozent. Besonders hoch liegen Detroit mit 25,8 Prozent, Dallas/Fort Worth mit 21,6 Prozent und Atlanta mit 19,3 Prozent. Im Downtown-Segment ergibt sich ein ähnliches Bild. Hier liegen die Werte für Detroit, Dallas und Atlanta zwischen 20 und 26 Prozent.

### Rückblick auf 2007

Weltweit beliefen sich die Direktinvestitionen in Gewerbeimmobilien auf 304 Milliarden US-Dollar, so die jüngsten Erhebungen von Jones Lang Lasalle 2007. Das war ein Anstieg von rund acht Prozent. Punkten konnte dabei vor allem das erste Halbjahr. Im zweiten Halbjahr sah es dagegen mager aus. Hier lag das Transaktionsvolumen 23 Prozent unter dem des ersten Halbjahrs. In den USA blieben im vierten Quartal die Vermietungsleistungen auf dem Bürosektor mit rund 910.000 Quadratmetern hinter den Erwartungen zurück. Der Wert war der schlechteste seit dem zweiten Quartal 2003. Insgesamt wurden rund 5,8 Millionen Quadratmeter vermietet. Das ist ein Rückgang gegenüber dem Vorjahr von 36 Prozent. In den Märkten mit einem Büroflächenbestand von mehr als 20 Millionen Quadratmeter konnten sich lediglich Houston, Philadelphia und Portland dem Negativtrend entziehen.

Zwischen Oktober und Dezember kamen aber 19,6 Millionen Quadratmeter Neubaufläche auf den Markt. Das war das höchste

Volumen seit fünf Jahren. Derzeit sind noch 10,4 Millionen Quadratmeter im Bau. Die Leerstandsquote stieg US-weit im CBD-Segment auf 10,7 Prozent, in B-Lagen auf 13,2 Prozent. A-Klasse-Immobilien im CBD-Segment wiesen einen Wert von 9,2 Prozent auf, A-Klasse-Objekte an B-Standorten inzwischen 13,3 Prozent. Angezogen haben 2007 immer noch die Mieten. Für A-Klasse Immobilien liegt die Durchschnittsmiete bei 43,53 Dollar pro Quadratmeter im Monat. Midtown Manhattan liegt mit 85,13 Dollar pro Quadratmeter an der Spitze. Die Preise für Einzelhandelsflächen so die HSH Studie sind seit Oktober 2007 rückläufig. Die Rendite liegt bei Shopping-Centern bei 6,6 Prozent.

### Ausblick

Für 2008 rechnet Jones Lang Lasalle mit einem Rückgang der Transaktionen von 30 Prozent. In den USA rechnet Colliers International mit einer schleppenden Entwicklung. Nach Aussagen von Ross Moor, Chefökonom von Colliers International, wird die Nachfrage nach Büroflächen in den USA deutlich unter dem Niveau der vergangenen zwei Jahre liegen. Auch CB Richard Ellis sieht 2008 als ein Jahr, in dem es Miet- und Preiseinbußen gibt und einige Investoren in die Liquiditätsfalle tappen. Aber langfristig agierende Investoren bietet dieses Jahr die Möglichkeit, gerade aus diesen Faktoren Profit zu ziehen.

### Risikoprofil

Die Investitionsrisiken haben sich für alle untersuchten US-Städte erhöht, so die Ergebnisse zum Risikotrend bei Immobilien der HSH Nordbank. Diese Entwicklung zeigte sich selbst in Washington DC, wo sich der Büromarkt lange den Marktschwankungen entziehen konnte. Den stärksten Anstieg verzeichnete der New Yorker Teilmarkt Midtown North. So stieg hier das Investmentrisiko von 1,8 im Sommer 2007 auf 4,7. Dallas und Chicago führen die Liste mit einem Wert von 16,5

(hohes Risiko) und 10,6 an. New York Downtown liegt bei 5,4, Washington bei 6,5. Im Durchschnitt liegt die USA bei einem Wert von 7,8. Dies bedeutet ein niedriges bis mittleres Risiko. Die Finanzkrise ist längst auch auf dem Investmentmarkt für Büroimmobilien angekommen.

Das Transaktionsvolumen, so die HSH-Studie, ging landesweit stark zurück. So war der Rückgang im November mit 55 Prozent auf sieben Milliarden Dollar eklatant. Durch die gesunkene Nachfrage gaben die Preise nach. Die Renditen stiegen im CBD-Segment durchschnittlich von 5,5 auf 5,8 Prozent. Auch die volkswirtschaftlichen Daten sind derzeit nicht die Besten: Die Inflationsrate steigt, das Bruttoinlandsprodukt wird mit zwei Prozent prognostiziert - ein für US-Verhältnisse schlechter Wert. Für 2008 prognostizieren die Experten einen nachlassenden Flächenbedarf bei gleichbleibender Fertigstellungsrate. Derzeit liegt die Leerstandsrate bei 12,6 im Landesdurchschnitt. Sie wird sich auf 17 Prozent bis 2009 erhöhen. Für Büroimmobilien bleibt der Preisdruck, das Risiko wird bis 2010 weiter ansteigen, so das Fazit der Studie. Dabei sieht HSH New York Downtown kritisch; hier soll der Wert von 3,4 (niedriges Risiko) auf 9,2 (mittleres Risiko) steigen.

### Aktuelle Geschlossene US-Immobilienfonds

Auf Büroimmobilien zielen der Ideenkapital US-Properties Value Added und der US Professional Portfolio Invest 2. Auf B-Standorte setzt Acron Reserve at Westchase; auch er investiert in Bürogebäude. Jamestown's Co-Invest 5 dagegen investiert als Blindpool in Grundstücke und Gebäude mit Wertentwicklungspotenzial. Eine Dachfondsstrategie fährt MPC mit ihrem Sachwert Renditefonds Opportunity 3. Ebenfalls auf Diversifikation setzt die LHI mit ihrem Wachstumsportfolio USA. Im Segment US-Wohnimmobilien sind BVT mit dem Residential USA 6 und Hamburg Trust mit dem Domicilium aktiv.

## Viele Ungereimtheiten rund um den Dubai 1000 Hotelfonds beunruhigen die Anleger **Rätselraten um Recker**

**In Dubai soll alles größer, schöner und teurer werden. Eine Oase der Superreichen. Das Geld kam erst durch das Öl und jetzt mit den ausländischen Investoren und Touristen. Für sie wird rund um die Uhr gebaut, denn das Wüstenemirat ist gleichzeitig auch die größte Baustelle der Welt. Halb fertige Hochhäuser, Baugruben und Sandhaufen hinter blickdichten Zäunen gibt es zuhauf. Selbst wo nichts ist, sind die Visionen bereits abgesteckt. So auch beim Dubai 1000 Hotelfonds. Eigentlich sollte Dubais größtes Vier-Sterne-Hotel längst fertig sein. Doch da seit langem kein Baufortschritt festzustellen sei, befürchten Anleger und Anlegerschützer nun Schlimmeres.**

Erfolgsmeldungen lassen beim Dubai 1000 Fonds schon lange auf sich warten. Nun ermittelt die Staatsanwaltschaft Dortmund wegen Anfangsverdachts auf Betrug gegen Geschäftsführer Georg Recker. Nach Aussagen der zuständigen Oberstaatsanwältin Ina Holznagel steht das Verfahren aber noch am Anfang. Neben einigen Rechtsanwälten hat auch die Maritim Hotelkette, die das Hotel betreiben soll, Akteneinsicht gefordert. Es sind vor allem die zunehmend auftauchenden Ungereimtheiten, die beunruhigen. Wohin und wie viel Geld genau floss, ist noch nicht geklärt. Recker selbst hat sich bisher noch nicht geäußert, so ein Zeuge der Staatsanwaltschaft.

Das Aktenzeichen gegen Recker gibt es in Dortmund schon länger. Ursprünglich ermittelte die Staatsanwaltschaft wegen Geldwäscheverdacht aufgrund einer Überweisung. Dieser Verdacht jedoch, so die zuständige Oberstaatsanwältin Ina Holznagel, habe sich zerschlagen. Grund für die weiteren Ermittlungen war die Tatsache, dass von Anlegerseite vermehrt Beschwerden wegen Unklarheiten bei dem Fonds kamen.

Recker selbst ist seit längerem nicht mehr in Erscheinung getreten. Anleger versuchte er mit einem 40-seitigem Schreiben zu

beruhigen, meint Rechtsanwalt Jens-Peter Gieschen. Doch ob das so recht gelingen mag, ist fraglich, wenn selbst bei Nachfragen in der Firmenzentrale in Hamm keiner sagen kann, wann und wo Recker persönlich zu erreichen oder zumindest zu sprechen sei. An sein Handy geht der sonst sehr PR-aktive Recker nicht mehr und auf Rückrufe wartet man vergebens. Auch andere Dubaifonds-Initiatoren bestätigten, schon länger nichts mehr von ihm gehört oder ihn gesehen zu haben. Er habe allerdings seit jeher den Ruf eines Einzelgängers gehabt. Auch die Staatsanwaltschaft kam noch nicht direkt an ihn heran. Über seinen Anwalt, so Holznagel, stünde man mit Recker aber in Kontakt. Ob er sich derzeit in Dubai aufhalte, konnte sie nicht bestätigen. Dementieren wollte sie diese Aussage aber auch nicht.

Bei der Wahl des Verteidigers blieb Recker seinem Stil treu. Wie bei seinem Dubaifonds ist auch hier nur das Beste gut genug. Das sollte erst ein Geheimnis bleiben. Die Oberstaatsanwältin durfte den Namen des Verteidigers nicht sagen, da der Jurist nicht genannt werden wollte. Inzwischen ist bekannt, dass es sich um Rechtsanwalt Eberhard Kempf aus Düsseldorf von der Kanzlei Kempf & Dannefeldt handeln soll. Er gilt als einer der besten Strafverteidiger Deutschlands. Die Palette seiner Mandanten ist breit. Er verteidigte neben Umweltschützern, Politikern und Ex-Terroristen auch den Deutsche-Bank-Chef Josef Ackermann.

Georg Recker versteht sich aufs Marketing. Vor Anlegern und Journalisten jonglierte er mit Zahlen und eingesammelten Fondsvolumina wie andere mit Bällen. Doch das war Fiktion. Die Realität ist eine andere: Geplant waren 143 Millionen Euro. Im Laufe der Zeit und des vor sich hin dümpelnden Vertriebs hätte sich Recker auch mit 70 Millionen Euro zufrieden gegeben, den Rest – so die vertraglichen Regelungen – sollten dann über die Fremdkapitalschiene kommen – höheres Risiko inklusive. Tatsächlich eingesammelt wurden aber nur 35,2 Millio-

nen Euro. Und selbst an dieser Summe gibt es Zweifel. Zehn Millionen Euro sollen über einen Einzelinvestor geflossen sein, der nicht zahlen konnte. Recker hätte den Klageweg beschritten und einen Teilerfolg erstritten. Der Beklagte sei zu einer Zahlung von 50.000 Euro verurteilt worden. An das Geld sei Recker aber nicht gekommen: Der Zeichner habe inzwischen Privatinsolvenz angemeldet. Auch von einem ominösen Großinvestor aus der Karibik ist die Rede, der kurz vor Schließung noch den fehlenden Betrag investiert haben soll. Doch wie viel genau, ob überhaupt und vor allem wohin das Geld floss, ist bislang noch nicht belegt.

Fertig sein sollte das Hotel im Sommer 2007, so der Prospekt. Darauf basiert die ohnehin schon optimistische Prognoserechnung. Nach Angaben von Colliers International drohen vor allem im Vier- und Fünfsterne-Hotelsegment Überkapazitäten, die die Auslastungen sinken lassen. Von einem Hotel ist in dem infrastrukturell noch wenig erschlossenen Teil Dubais noch nichts zu sehen. Von einem „massiven Bauloch“ sprechen die Pessimisten, von einer sich „immer noch in der substructure“ befindlichen Phase reden die Optimisten. Aus Dubai übermittelte Fotos zeigen Arbeiten im Untergeschoss mit für eine Großbaustelle recht wenigen Bauarbeitern. Der Fokus der Entwicklung, so Mitwettbewerber Marco Quacken von ACI, lag in Dubai in der Marina und der Business Bay, nicht in Dubailand. Bauverzögerungen seien allerdings üblich. Für ein 45-stöckiges Gebäude würde die am längsten dauernde Pilingphase, in der Betonpfeiler im Sandboden befestigt werden, rund drei Monate dauern.

Wie aus gut unterrichteten Kreisen in Dubai zu hören ist, ließ Recker bei den beiden Maklerhäusern DTZ und Colliers vor drei bis vier Wochen Kostenschätzungen für die Baustelle machen. Er wollte wissen, so die Aussage, was alles zusammen

*Fortsetzung auf Seite 14*

## Viele Ungereimtheiten rund um den Dubai 1000 Hotelfonds beunruhigen die Anleger

### Rätselraten um Recker

Fortsetzung von Seite 13

wert wäre, wenn er es nun verkaufen würde. Ob tatsächlich ein Profit aufgrund einer hohen Wertsteigerung möglich wäre, bezweifeln Marktkenner. Recker würde gerne verkaufen, findet aber keinen Käufer, so die Einschätzung.

Rechtsanwalt Jens-Peter Gieschen aus Bremen, der bereits mehrfach vor Ort war und sich ein Bild über den Baufortschritt machte, sieht die Sache kritisch:

Zu viele Ungereimtheiten allein schon rund um die Eigentumsverhältnisse des Grundstücks lassen ein düsteres Bild über die Fondszukunft entstehen. Kritisch be-



Dubai – ein Ort für Hochstapler

urteilt auch der Münchener Anleger-schutzanwalt Peter Mattil den Initiator. Für Anleger sieht er Chancen im Mittelverwendungskontrollvertrag, der in einem

Nachtrag eingefügt wurde. „Die Anleger müssen nicht Georg Recker in Dubai nachlaufen. Sie können zunächst den Mittelverwendungskontrollleur, eine Anwaltskanzlei in Bielefeld, auf Auskunft und möglicherweise auch Schadensersatz in Anspruch nehmen“, so Mattil. Doch auch bei der Mittelverwendungskontrollleurin Altmutter Landmesser wartet man derzeit vergeblich auf einen Rückruf.

Slogans wie „Unsere Welt wird größer und besser“ sind in Dubai häufig zu lesen. Für die Fondsanleger des Dubai 1000 Hotelfonds wird sich dieser Wunschtraum wohl nicht realisieren.

## Dubai: Der schöne Schein verblasst

### Wüste(n)-Träume

**Dubai überhäuft die Welt mit Rekordmeldungen. Ob sie gerade für den Immobilienmarkt auch nachhaltig sind, daran zweifeln inzwischen immer mehr. Kritische Stimmen sagen, der Markt sei überhitzt**

Scheich Mohammed bin Rashid al Maktoum, der Herrscher über Dubai. Er hat Visionen und er hat Geld. Viel Geld. Er möchte seinen Wüstenstaat, in dem noch vor wenigen Jahrzehnten Beduinenstämme in bescheidenen Zelt-Siedlungen lebten, zum futuristischsten Drehkreuz des Mittleren Ostens ausbauen. Dafür ist nichts zu wagemutig, nichts zu teuer. Und die Investoren ziehen mit. Weit ab von allen kulturellen Hochburgen des Westens und des Ostens ist ein Las Vegas des Orients entstanden – nur eben größer, teurer und noch künstlicher. Dubai soll den größten Flughafen haben, die breit gefächertsten Malls, das höchste Gebäude und das luxuriöseste Hotel der Welt – alles vereint auf gerade einmal 3.885 Quadratkilometern.

Doch Scheich Mo, wie ihn seine Untergebenen nennen, ist nicht nur Idealist, sondern auch Geschäftsmann. Er kennt die wirtschaftliche Notwendigkeit angesichts der versiegenden Ölquellen und treibt daher Wirtschaft und Tourismus auch von staatlicher Seite an. Nun aber mehren sich verstärkt kritische Stimmen, die von Überangebot und Marktüberhitzung sprechen. Themen, die weder der Scheich, noch die Investoren oder Anleger angesichts der Erfolgsstory von Dubai gern hören wollen. Dennoch sind sie Realität.

Nach einer Umfrage von Arabianbusiness.com sehen mehr als die Hälfte der Befragten den Immobilienmarkt als eine Blase, die kurz vor dem Platzen ist. Weitere 25 Prozent sind der Meinung, der Markt Dubai bietet keine langfristige Werterhaltung und ist offensichtlich kurz vor dem Abflauen. Als Grund wird dabei das hohe Neubauvolumen angegeben. Ebenfalls wenig optimistisch ist der Tenor eines Artikels in den Gulf News vom 21. März dieses Jahres. So fürchten Experten

inzwischen eine Marktüberhitzung. Diese Aussagen wurde vor kurzem von hochrangigen Industriellen anlässlich einer Konferenz in Dubai gemacht – allerdings nur unter Zusicherung der Anonymität.

Neben der Inflationsrate sind die steigenden Kosten beim Baumaterial und den Rohstoffen und die vielen unerfahrenen Entwickler die Hauptprobleme. Auch der aktuelle Marktbericht von Colliers International schlägt in diese Kerbe. So werfe allein die Anzahl der neuen Gebäude Fragen über die Langlebigkeit des derzeitigen Immobilienbooms auf. Die meisten Projektentwickler hätten den wichtigsten Aspekt bei Immobilien übersehen: Eine Erlösmaximierung im Entwicklungssegment bedeutet nicht zwingend, soviel wie möglich zu bauen.

Die Inflation ist inzwischen das größte volkswirtschaftliche Problem in der Golfregion. 2006 lag sie bei 9,3 Prozent. Für dieses Jahr sind zwölf Prozent durchaus realistisch, meinen Analysten. Anfang Ja-

## Dubai: Der schöne Schein verblasst Wüste(n)-Träume

nuar 2008 wurde eine Deckelung der Mieten eingeführt. Ob dieses künstliche Hemmnis allerdings den beabsichtigten dämpfenden Effekt bringen wird, bezweifeln Marktkenner. Auch der schwache US-Dollar bereitet Probleme. Sultan Nasser al Suweidi, Chef der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, denkt zwar noch nicht über eine Entkoppelung vom Dollar nach, über einen einheitlichen Währungsraum der Golfstaaten nach EU-Vorbild aber sehr wohl.

1,42 Millionen Einwohner zählt das Land. Die Einheimischen sind mit 240.000 dabei in der Minderheit. Den Löwenanteil stellen die Gastarbeiter. An ihnen zeigt sich das zweite Gesicht Dubais: das hinter der Glitzerfassade der Prunkgebäude. Es ist weit weniger attraktiv. Pakistani, Philippinos und Nepalesen arbeiten unter teilweise sehr schlechten Bedingungen. Viele Inder haben dem Emirat bereits wieder den Rücken gekehrt. In ihrer Heimat floriert die Wirtschaft ebenfalls, die Löhne allerdings steigen schneller als im Emirat. Die schwindende Kaufkraft führte bei den schlecht bezahlten Arbeitskräften zu Unruhen. Vergangenes Jahr kam es erstmals zu Streiks. Die Inflation und der schwache Dollar verkürzen ihre Löhne. Gewerkschaften sind verboten. Damit haben Arbeitnehmer keine rechtliche Vertretung.

Alles hört in Dubai auf Scheich Mohammed. Der Pferdliebhaber, Dichter und Geschäftsmann folgte seinem älteren Bruder, der überraschend starb, auf den Thron. Von Demokratie ist Dubai weit entfernt, auch wenn davon im Alltag wenig zu spüren ist. Das Steuerparadies gibt sich sehr geschäftsmäßig, kosmopolit und modern. Letztendlich bestimmt aber alles was geschieht Dubais Herrscher in letzter Instanz. Er will Erfolgsgeschichte schreiben – für sich, für Arabien, für den Islam. Und dafür ist nur das Beste und Größte gut genug. Dafür folgt er minutiös und genau einem riesigen Masterplan, der Dubai bis 2010 mindestens 15 Millionen Besucher beschern soll.

Gekleckert wird in Dubai nicht. Im Tourismus wird richtig geklotzt. Um bei 50 Grad im Sommer Ski fahren zu können, braucht es neben viel Petrol- und Investorendollars, Visionen, Energie und wenig ökologisches Bewusstsein. Das Emirat am persischen Golf will allein auf der künstlich entstandenen Palmeninsel 30 Luxushotels errichten. Für die Konstruktion holte man sich Experten aus den Niederlanden. Doch das maritime Gleichgewicht leidet durch das aufgeschüttete Land. Vermehrte Algenbildung und tote Fische sind die Konsequenz.



Derzeit reisen gut fünf Millionen Touristen nach Dubai. Doch nun droht Konkurrenz von den Nachbarstaaten. Sie setzen allerdings auf den sanfteren Tourismus, als haben sie aus Dubais Fehlern gelernt. Nachbarstaat Qatar erschließt den Tourismus für ein exklusiveres Klientel, dem Dubai zu protzig ist. Sie setzten dabei auf den Orient: Jeep Touren in die Wüste, Falkenjagd und Kamelrennen. Abu Dhabi punktet mit ökologischerem Tourismus und Oman spezialisiert sich auf Kultur und Geschichte.

Dubais Wirtschaft läuft auf Hochtouren. Die Bauwerke sind beeindruckend, verbinden sie doch die kühne Architektur der Moderne mit dem orientalischen Prunk. Scheich Mohammed schaffte es, Dubai zum wichtigsten Handelsknotenpunkt am persischen Golf auszubauen und langfristig vom Öl abzukoppeln. Doch für die Investoren laufen die Uhren anders. Sie wollen in Dubai schnell Kasse machen. Nach drei bis fünf Jahren haben die meisten Grundstücke oder Gebäude ihren Besitzer mindestens einmal gewechselt – mit

sattem Gewinn versteht sich. Das zieht viele Spekulanten, Glücksritter und auch Dilettanten an.

Doch auch der seriöse Teil muss sich Gedanken machen. Angesichts der vielen Immobilien in der Pipeline müssen sie sich verstärkt die Frage stellen, ob es sich nur um spekulationsgetriebene Geschäfte von Finanzinvestoren handelt oder ob es für alle Gebäude auch nachhaltig ausreichend Nutzer geben wird. Experten bezweifeln das zunehmend.

### **HIH will 700 Millionen Euro investieren**

Die Hamburgische Immobilien Handlung hat im ersten Quartal 2008 Immobilien für insgesamt 50 Millionen Euro gekauft: ein SB-Warenhaus in Ingolstadt und ein Büro- und Geschäftshaus in Stuttgart. Die Neuerwerbungen gingen an zwei Fonds der Warburg-Henderson KAG. Für dieses Jahr plant HIH weitere Investitionen in Höhe von 700 Millionen Euro.

### **EECH: Auch „Windkraft Italien“ muss Anleger auszahlen**

Das Amtsgericht Hamburg hat die EECH Windkraft Italien KG zur vorzeitigen Rückzahlung der Inhaberteilschuldverschreibung „Windkraft Italien“ verurteilt (Az: 6 C 66/08). Weitere Klageverfahren gegen die KG sind vor dem Landgericht Hamburg anhängig. Ende März hatte das Finanzamt Hamburg einen Insolvenzantrag über das Vermögen der EECH Windkraft Italien KG gestellt. Noch prüft der vorläufige Insolvenzverwalter Burckhardt Reimer, ob das Insolvenzverfahren eröffnet oder mangels Masse eingestellt wird. Das Insolvenzgericht hat verfügt, sämtliche Maßnahmen der Zwangsvollstreckung zu untersagen. Sollte das Insolvenzverfahren eröffnet werden, würde die Vollstreckung sämtlicher Urteile gegen die KG unterbrochen.

Interview mit Karl-Burkhard Caspari von der Bafin

## Drei Jahre Bafin-Prüfung – Eine Zwischenbilanz

*Die Gestattungspflicht für geschlossene Fonds geht 2008 in ihr viertes Jahr. Wie bewerten Sie die bisherige Entwicklung der Bafin-Prüfung insgesamt?*

Sehr positiv. Die Prospektprüfung bei Vermögensanlagen macht die verschiedenen Marktsegmente, Projekte und Unternehmen, die oft sehr diversifiziert und komplex strukturiert sind, für den Anleger transparenter. Die Prospektpflicht standardisiert die Prospekte; sie lassen sich dadurch besser vergleichen. Zudem sind die gebilligten Prospekte die zivilrechtliche Haftungsgrundlage bei etwaigen unrichtigen Aussagen im Prospekt.

*Wie lange dauert die Prüfung eines Prospekts bei der Bafin?*

Von Beginn an haben wir es geschafft, innerhalb der gesetzlich vorgegebenen Frist von 20 Werktagen über die Gestattung der Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts zu entscheiden. Wir sind in der Lage, auch eine hohe Zahl an Prospektengängen fristgerecht zu bewältigen.

*Hat die Branche einen Lernprozess durchlaufen?*

Wir haben festgestellt, dass die Anbieter bessere Prospekte einreichen als noch zu Anfang, vor allem was die Mindestangaben betrifft. Auch das Prüfverfahren verläuft deutlich besser – etwa dann, wenn Anbieter den Prospekt nachbessern müssen. Was dazu beigetragen hat, sind sicher unsere regelmäßigen Workshops für Emittenten, Anbieter, Rechtsanwälte und Wirtschaftsprüfer, in denen wir aktuelle Abgrenzungs- und Auslegungsfragen zum Verkaufsprospektgesetz und der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung erläutern und diskutieren. Zudem haben wir auf unserer Internetseite zahlreiche Musterschreiben und Vorlagen veröffentlicht. Auch damit haben wir das Prospektprüfungsverfahren wesentlich vereinfacht und beschleunigt.

*Welches sind die nach wie vor am häufigsten zu findenden Fehler bei der Erstabgabe eines Verkaufsprospekts?*

Viele Anbieter machen Fehler beim Verfassen des Risikoabschnitts. Alle Risiken müssen in einem gesonderten Abschnitt, der nur diese Angaben enthält, dargestellt werden. Doch oft nennen Anbieter im Risikoabschnitt auch Chancen und Maßnahmen, mit denen sie Risiken minimieren können. Außerdem weisen Anbieter häufig die mit dem Erwerb der Vermögensanlagen verbundenen Kosten, die Gesamthöhe der geleisteten Provisionen und die Gesamtbezüge der Gründungsgesellschafter und der Geschäftsführung nicht so aus, wie sie es sollten. Auch bei den Planzahlen und Planbilanzen hapert es immer wieder. Wenn die Anbieter in solchen Fällen ihre Prospekte nicht ergänzen, können wir deren Veröffentlichung nicht gestatten.

*Wie lange dauert im Durchschnitt der Prüfprozess? Wie oft wandert ein Prospekt bis zur Gestattung zwischen Initiator und Bafin hin und her?*

Beide Fragen kann ich pauschal nicht beantworten. Die Dauer einer Prospektprüfung ist abhängig von der Qualität der eingereichten Prospekte, und die fällt sehr unterschiedlich aus. Anbieter, die häufig Prospekte einreichen, machen in der Regel weniger Fehler als diejenigen, die zum ersten Mal einen Prospekt einreichen. Bei einem Erstlingswerk erstreckt sich die Prüfung meist auf die volle Frist von 20 Werktagen. Wir schicken den Anbietern um den zehnten Werktag herum ein Anhörungsschreiben, in dem wir die Punkte auflisten, die sie nachbessern müssen. Fragen klären wir häufig auch am Telefon; in einigen Fällen müssen wir ein zweites Anhörungsschreiben versenden.

*Nehmen manche Häuser ihre Prospekte auch wieder zurück, wenn Sie etwas zu beanstanden haben und der Initiator die Nachbesserungen offenbar nicht erfüllen kann?*

Ja. 2007 haben Anbieter in 100 Fällen ihren Antrag auf Gestattung zurückgezogen, weil sie Mängel im Prospekt nicht innerhalb der Frist nachbessern konnten. Bei mehr als der Hälfte der Anbieter, die ihren Verkaufsprospekt nach Rücknahme erneut zur Prüfung eingereicht haben, hat die Bafin dann die Veröffentlichung des Prospekts nach erfolgter Nachbesserung gestattet. Insgesamt haben wir im Jahr 2007 in 657 Fällen die Veröffentlichung der Prospekte gestattet.

*In welchen Punkten hat sich die Bafin in den vergangenen Jahren bei der Prüfung weiterentwickelt? Wie sah also Ihr Lernprozess aus?*

Mit Beginn der Prospektprüfung hatten wir viele offene Rechtsfragen im Zusammenhang mit den Mindestangaben zu klären. Diese Punkte mussten wir dem Markt erläutern. Mittlerweile hat sich ein guter Kontakt zu den Marktteilnehmern aufgebaut. Dadurch sind wir über neue Markttrends auf dem Laufenden und können kurzfristig Lösungen entwickeln, wenn neue Produkte auf den Markt kommen. Zugleich werten wir die Rechtsprechung zu Vermögensanlagen aus und beobachten gesetzgeberische Vorhaben, die sich möglicherweise auf die Prospektpflicht und die Mindestangaben auswirken können. Unsere Mitarbeiter bilden sich zudem regelmäßig in ökonomischen Fragen weiter; bisweilen laden wir auch externe Dozenten zu Gesprächen ein.

*Wie viele Mitarbeiter sind bei der Bafin für die Prüfung von Prospekten geschlossener Fonds beschäftigt?*

Aktuell sind 14 Personen mit der Prospektprüfung befasst. In Stoßzeiten können sie durch weitere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter unterstützt werden.

*Ist daran gedacht, die Bafin-Prüfung zu erweitern? Was ist etwa davon zu halten, künftig auch Inhalte der Prospekte zu prüfen?*

>>

Das ist eine Frage, über die der Gesetzgeber zu entscheiden hätte. Derzeit ergeben sich Prüfungspflicht und Prüfungsumfang aus dem Verkaufsprospektgesetz und der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung. Wir prüfen demnach nicht, ob die Angaben in den Prospekten inhaltlich richtig sind und wie es um die Bonität des Anbieters bestellt ist. Von einer solchen Prüfung, die im Übrigen kaum durchführbar wäre, hat der Gesetzgeber damals bewusst abgesehen. Fehlen Angaben oder sind welche falsch, können Anleger aber Schadenersatzansprüche geltend machen. Paragraf 13 Verkaufsprospektgesetz sieht eine solche Haftungsnorm ausdrücklich vor.

*In welchen Punkten sehen Sie noch Verbesserungspotenzial beim Ablauf der Prüfung im Zusammenspiel mit den Initiatoren?*

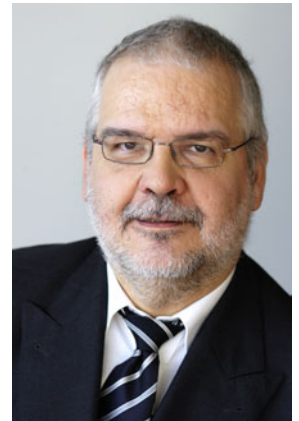
Vor allem neue und weniger erfahrene Marktteilnehmer haben Probleme, was insbesondere die Darstellung der Mindestangaben im Prospekt und deren Umfang betrifft. Es kommt dann vor, dass wir in solchen Fällen die Veröffentlichung des

Prospekts nicht gestatten. Die Anbieter müssen den Prospekt dann erneut zur Prüfung einreichen - was ihnen mehr Arbeit und uns größeren Verwaltungsaufwand beschert. Ich rate daher weniger erfahrenen Anbietern, an unserem jährlichen Bafin-Workshop teilzunehmen. Bisweilen haben Anbieter auch Schwierigkeiten, Vermögensanlagen von Wertpapieren abzugrenzen, vor allem, wenn es um Genussrechte geht. Wird das Genussrecht im Wege der Abtretung übertragen, liegt eine Vermögensanlage vor; wird es nach sachenrechtlichen Aspekten übertragen, ist es ein verbrieftes Genussschein und somit ein Wertpapier. Für Wertpapiere gilt jedoch das Wertpapierprospektgesetz.

Es kommt vor, dass Anbieter Prospekte für eine Vermögensanlage nach dem Wertpapierprospektgesetz oder umgekehrt Prospekte für Wertpapiere nach dem Verkaufsprospektgesetz einreichen. Manchmal soll sogar etwas auf den Markt gebracht werden, dass es rechtlich so gar nicht geben kann. Um so etwas zu vermeiden, sollten Anbieter sich die Hauptunterscheidungsmerkmale beider Anlageformen auf unserer Website ansehen, bevor

sie etwas bei uns einreichen. Unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de) finden sie auch Muster für die Hinweisbekanntmachung und die Veröffentlichung von Nachträgen. Wer sich dort informiert, kann Formulierungsfehler und Nachbesserungen vermeiden.

*Vielen Dank für das Gespräch.*



*Karl-Burkhard Caspari ist  
Exekutivdirektor Geschäftsbereich  
Wertpapieraufsicht bei der Bundesanstalt  
für Finanzdienstleistungsaufsicht*



Interview mit Rechtsanwalt Peter Mattil

## Die europäische Sammelklage kommt

*Die europäische Sammelklage ist beschlossene Sache. Seitens der Wirtschaft formiert sich Widerstand. Anlegeranwälte sehen den Prozess hin zu einer europäischen Sammelklage gelassener. Worin liegen überhaupt die Vorteile einer Sammelklage?*

Bei einer Sammelklage im eigentlichen Sinn kann ein Einzelner oder ein Verband stellvertretend Ansprüche für eine Vielzahl Geschädigter durchsetzen, ohne dass jeder Einzelne eine Klage einreichen muss. Die Klageerhebung ist ja schon deshalb erforderlich, da Ansprüche sonst verjähren. Da eine Klage mit einem hohen Kostenrisiko verbunden ist, lassen statistisch mehr als 90 Prozent ihre Ansprüche liegen.

*Steigt bei Sammelklagen die Chance, sich über einen Vergleich zu einigen?*

Die Chancen steigen erheblich, weil auf den Gegner ein ungleich höherer Druck ausgeübt wird. Vor allem Prozesse in den USA zeigen, dass die Vergleichsbereitschaft bei Sammelklagen hoch ist.

*Welche Modelle einer Sammelklage bestehen?*

Es gibt vier Modelle: die Sammelklage nach US-Typ, bei der einer für alle klagt; die Gruppenklage, bei der alle gemeinsam klagen. Dann gibt es die Repräsentativklage; hier klagt ein Vertreter nur für sich selbst, das Urteil kann aber auch für andere wirken. Und schließlich das Musterklageverfahren, das eine Entscheidung über die Fehlerhaftigkeit zum Beispiel von Prospekten nach sich zieht, aber keine Entscheidung über die einzelnen Ansprüche.

*Welches Modell halten Sie für das beste?*

Das ist schwer zu beantworten, da sich die unterschiedlichen Verfahren in vielen Ländern noch in einer Experimentalphase

befinden und daher nicht viele Erfahrung vorliegen. Vermutlich ist das US-Verfahren das effektivste. In Europa wird es keine „punitive damages“, also keinen Strafschadensersatz und ähnliches geben, so dass der Missbrauch erheblich eingeschränkt wird. Auch eine Repräsentativklage würden wir begrüßen, wenn gewährleistet ist, dass diese die Verjährung von Ansprüchen für alle Geschädigten unterbricht.



Bei Sammelklagen ziehen alle Anleger an einem Strang

*Die europäische Kommission plant die Einführung einer europäischen Sammelklage. Wie konkret sind die bisherigen Überlegungen?*

Die Kommission holt derzeit Expertenmeinungen und Gutachten ein. Eines der Gutachten liegt uns vor. Das Gutachten enthält leider einige Unrichtigkeiten, so dass zu hoffen ist, dass die Kommission in der Umsetzung keine handwerklichen Fehler begeht. Unsere Kanzlei hat auch eine Stellungnahme zu ihren Erfahrungen abgegeben.

*Wie sieht der weitere Fahrplan bis hin zur Umsetzung der Pläne aus?*

Die Kommission will bis Ende 2008 einen ersten Bericht und vielleicht eine Konzeption vorlegen. Die Lobby der Finanz- und sonstigen Industrie bemüht sich massiv, die Pläne zu verhindern. Wir gehen aber davon aus, dass sich die Kommission nicht beirren lassen wird.

*Einige europäische Staaten haben bereits Modelle umgesetzt, die einer Sammelklage zumindest nahe kommen. Wie lassen sich alle Besonderheiten in den Rechtssystemen der einzelnen Staaten unter einen Hut bekommen?*

Das wird ganz schwierig. Hierzu einige Beispiele: Die Vorschriften über die Prospekthaftung sind praktisch in jedem Land anders. Die meisten Staaten kennen gar keine spezialgesetzliche Prospekthaftung. In Deutschland gibt es eine Ausschlussfrist von sechs Monaten für Prospektansprüche, während man sich in Frankreich beispielsweise je nach Anspruch zehn bis 30 Jahre Zeit lassen kann. In manchen Ländern sind die Gerichtskosten abschreckend hoch, während andere Staaten gar keine Gerichtskosten erheben. Manche EU-Länder erlauben im Rahmen Erfolgshonorare, während es in anderen total verboten ist. Eines der Hauptprobleme ist und bleibt natürlich die Sprache. Es wird sicher schwierig für einen Deutschen werden, sich einem Sammelverfahren in Griechenland anzuschließen.

*Mit welchem Modell rechnen Sie letztendlich für Europa?*

Für wahrscheinlich halte ich, dass ein zugelassener Verband, bei dem sich Geschädigte registrieren können, ein Verfahren führt, in dem die Fehlerhaftigkeit zum Beispiel eines Prospekts geklärt und zugleich gewährleistet wird, dass Anleger den Ausgang des Prozesses abwarten können, ohne eine Klage einreichen zu müssen. Anleger werden sich aktiv um eine Teilnahme an dem Verfahren kümmern müssen – über ein so genanntes Opt-in-Modell.

*Inwieweit kann eine europäische Sammelklage für Anleger in Deutschland einen Fortschritt gegenüber den bisherigen Chancen von Sammelklagen hierzulande bringen?*

>>

In Deutschland gibt es keine Sammelklage. Jeder geschädigte Anleger muss eine eigene Klage einreichen, da seine Ansprüche sonst verjähren. Wenn Jahre später in einem Kapmug-Verfahren entschieden wird, haben die nicht klagenden Anleger nichts davon. Die Rechtslage in Deutschland kann sich also nur verbessern.

*Sie erwähnen, das Kapmug, das Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz. Mit dem Beginn des Telekom-Prozesses ist auch das Kapmug stärker ins Blickfeld der Öffentlichkeit gerückt. In welchen Fällen lässt es sich einsetzen? In welchen Fällen greift es nicht?*

Das Kapmug kann nur eine Entscheidung darüber herbeiführen, ob eine Kapitalmarktinformation, etwa ein Prospekt oder eine Adhoc-Mitteilung, falsch ist. Jeder Geschädigte muss aber seinen Schaden gerichtlich geltend machen und natürlich beweisen. Es gibt beispielsweise keinen Schadensersatz, wenn ein Anleger Wertpapiere nicht auf Grund eines Prospekts oder mehr als sechs Monate nach Pro-

spektveröffentlichung erworben hat oder wenn seine Ansprüche verjährt sind. Das Kapmug gilt außerdem nicht für Ansprüche gegenüber Vermittlern, Beratern und finanzierenden Banken. Diese Ansprüche müssen gesondert geltend gemacht werden. Das Kapmug hat also einen so engen Anwendungsbereich, dass wir darauf verzichten können. Der Gesetzgeber hat daran wohl auch Zweifel, da das Kapmug 2010 wieder außer Kraft tritt.

*Worin bestehen dann überhaupt die Vorteile des Kapmugs?*

Das Kapmug wurde speziell für den Telekom-Prozess „erfunden“ da dort tausende von Klagen eingereicht wurden, jeweils mit der Begründung, dass der Prospekt falsch war. Da ist es natürlich sinnvoll, nur ein einziges Gutachten einzuholen. Das Problem hätte man aber auch viel einfacher dadurch lösen können, dass die bereits bestehende zivilprozessuale Möglichkeit der Aussetzung von Verfahren erweitert wird.

*Es überwiegen also die Nachteile?*

Im Grunde bringt das Kapmug weder Nutzen noch Schaden. Ein weiterer großer Nachteil liegt aber auch darin, dass viele Anleger fälschlicherweise glauben, dass sie ein Musterverfahren abwarten können, um dann noch ihre Ansprüche geltend zu machen. Dies ist ein großer Irrtum. Die Ansprüche sind bis dahin verjährt und nicht mehr durchsetzbar. Für solche Anleger, die nicht geklagt haben, gibt es keinen Schadensersatz, auch wenn das Gericht die Fehlerhaftigkeit des Prospekts feststellt. Mit Einführung der Europäischen Sammelklage wird das Kapmug voraussichtlich entfallen.

*Vielen Dank für das Gespräch.*

*Peter Mattil,  
Rechtsanwalt der  
Kanzlei Mattil &  
Kollegen,  
München*



## Rezension

### Die Wertetreiber des Luftverkehrs

**Vor dem Hintergrund der Konjunktur von Flugzeugfonds sind wir auf die Studie „Luftverkehrsmanagement“ aufmerksam geworden, die wir Ihnen kurz vorstellen möchten.**

Autor Peter Maurer gibt in diesem Buch einen umfangreichen Überblick über die ökonomischen, rechtlichen und technisch-operativen Grundstrukturen der Unternehmen im internationalen Luftverkehr. Den Schwerpunkt bildet der Passagierverkehr, der Fracht- und Cargo-Flugverkehr wird lediglich am Rande betrachtet.

Die Studie gliedert sich in drei Teile: Rechtliche und ökonomische Grundlagen, Flight-operations und zentrale Managementfunktionen von Airlines. Sehr anschaulich ist die Beschreibung des Marktes der Luft-

fahrtgesellschaften und einzelner Airlines: von Netzwerkcarriern über Touristikfluggesellschaften zu Regionalfluggesellschaften und Low-cost-carriern. Insbesondere die Ausführungen zu Kooperationen zwischen den Fluggesellschaften, Sales Agreements, Royalty Agreements und Poolabkommen sind sehr erhellend und ermöglichen dem Leser im Anschluss ein tieferes Verständnis der Flugzeugfonds-Prospekte. Ebenfalls sehr hilfreich ist die detaillierte Erläuterung diverser flugbetriebswirtschaftlicher Kenngrößen wie die RPK (revenue passenger kilometers) oder PLF (passenger load factor).

Für Fonds-Kontexte nur am Rande interessant sind die Ausführungen zu den Grundlagen des internationalen Luftverkehrsrechts etwa die Folgen des Schengener

Abkommens auf die Luftverkehre. Umso pragmatischer und erkenntnisträchtiger sind hingegen die Kapitel zum Betrieb von Verkehrsflugzeugen, in denen die betriebswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren und die wesentlichen Kriterien vorgestellt werden, die bei der Zusammenstellung einer Flugzeugflotte zum Tragen kommen.

Die Kapitel zu Produktion eines Flugzeug und Einrichtung von Flughäfen können wir aus Fonds-Sicht getrost überspringen. Die oben erwähnten Kapitel sind indes so gut aufbereitet, dass sie fast wie eine Checkliste neben einen Fondprospekt gelegt werden können.

*Peter Maurer: Luftverkehrsmanagement. Basiswissen. München, Wien: R. Oldenbourg Verlag, 467 S., 49,80 Euro.*

## Kurz und bündig

### Hello and good bye

Dr. Klaus-Dieter Schmidt, bis Ende Januar Geschäftsführer der IVG Immobilienfonds GmbH, geht zu Jamestown und wird zusammen mit Ralph Hassert Geschäftsführer der neu gegründeten Jamestown Vertriebs GmbH.

Marc Drießen, der November 2006 von Dr. Peters zu HGA Capital wechselte, legt die Geschäftsführung zum 30. April nieder.

### Umsatz mit Gewerbeimmobilien bricht ein

Das bundesweite Transaktionsvolumen in gewerbliche Immobilien belief sich im ers-ten Quartal auf 8,6 Milliarden Euro und lag nach den Zahlen von Atisreal 29 Prozent unter dem Vorjahresergebnis. Einige große Verkäufe gegen Ende des Quartals konnten das deutliche Minus nur teilweise auffangen. Atisreal macht weniger mangelnde Investoreninteresse als vielmehr die schwierigen Finanzierungsbedingungen für den Rückgang verantwortlich. Einzelhandelsobjekte trugen mit 41 Prozent den größten Anteil am Transaktionsvolumen bei, gefolgt von Bürohäusern mit 30 Prozent. Gegen den Gesamttrend legten Investments in Logistikimmobilien zu und machten zehn Prozent des Umsatzes aus. An den acht deutschen Bürostandorten Berlin, Düsseldorf, Essen, Frankfurt, Hamburg, Köln, Leipzig und München erhöhte sich der Flächenumsatz bei Büroimmobilien um 17 Prozent.

### JLL erwartet deutlichen Rückgang weltweiter Transaktionen

Um 30 Prozent könnte das weltweite Transaktionsvolumen in diesem Jahr zurückgehen, erwartet Jones Lang Lasalle. Dabei dürften die amerikanischen und europäischen Investmentmärkte deutlichere Einbußen verzeichnen als die asiatischen,

wirft JLL einen Blick voraus und nennt zwei Gründe: die Zurückhaltung bei der Vergabe von Krediten und das gesunkene Investorenvertrauen. Die Situation werde verschärft durch die Besorgnis um die Entwicklung der Weltwirtschaft, insbesondere durch die angespannte Situation der großen Volkswirtschaften wie die USA, Großbritannien und Japan. Zudem hatten die Preise 2007 in vielen wichtigen Märkten Höchststände erreicht.

### Commerz Real investiert in Portugal

Commerz Real hat die Büroimmobilie „Studio Office Marquês de Pombal“ in Portugal gekauft. Das Objekt geht an den



Studio Office Marquês de Pombal der Commerz Real

Spezialfonds Pro Commerz. Das Gesamtinvestitionsvolumen für das Bestandsobjekt in Lissabon beträgt 20 Millionen Euro. Die achtgeschossige Immobilie umfasst 4.500 Quadratmeter Nettomietfläche und wurde im vergangenen Jahr saniert.

### HGA plant Pflegeheimfonds mit sechs Standorten

HGA Capital und Colonia Fonds haben ihren dritten gemeinsamen, geschlossenen Pflegeheimfonds angekündigt. Der Vertrieb soll im Juni starten. Der Fonds investiert in sechs Pflegeheime und umfasst ein Eigenkapitalvolumen von 36,4 Millionen Euro. Die Pflegeheime sind über eine

Laufzeit zwischen 20 und 25 Jahren verpachtet. Die Standorte liegen in Bayern, Nordrhein-Westfalen, Niedersachsen und Schleswig-Holstein.

### Investitionsphase beendet

Der Immobilienfonds US Professional Portfolio Invest 2 der Düsseldorfer Ideenkapital ist seit April mit 107 Millionen US-Dollar voll investiert. Die Investitionsphase lief über die vergangenen elf Monate und endete nun mit der Übernahme von Gesellschaftsanteilen in Höhe von 14,3 Millionen US-Dollar am Zielfonds Hines US Core Office Properties. Über diese Gesellschaft beteiligt sich der US Professional Portfolio Invest 2 an 36 Bürogebäuden. Jüngste Neuerwerbung des Zielfonds ist das 50-stöckige Bürogebäude One North Wacker Drive in Chicago. Die Vermietungsquote im Portfolio beziffert Ideenkapital auf 93 Prozent.

### EECH: Auch „Windkraft Italien“ muss Anleger auszahlen

Das Amtsgericht Hamburg hat die EECH Windkraft Italien KG zur vorzeitigen Rückzahlung der Inhaberteilschuldverschreibung „Windkraft Italien“ verurteilt (Az: 6 C 66/08). Weitere Klageverfahren gegen die KG sind vor dem Landgericht Hamburg anhängig. Ende März hatte das Finanzamt Hamburg einen Insolvenzantrag über das Vermögen der EECH Windkraft Italien KG gestellt. Noch prüft der vorläufige Insolvenzverwalter Burckhardt Reimer, ob das Insolvenzverfahren eröffnet oder mangels Masse eingestellt wird. Das Insolvenzgericht hat verfügt, sämtliche Maßnahmen der Zwangsvollstreckung zu untersagen. Sollte das Insolvenzverfahren eröffnet werden, würde die Vollstreckung sämtlicher Urteile gegen die KG unterbrochen. Das Insolvenzverfahren ließe sich abwenden, wenn die KG entsprechende Zahlungen an das Finanzamt leistet.

## Personalien

### Axel Steffen verlässt Hansa Treuhand

Axel Steffen ist aus der Hansa Treuhand Holding AG mit sofortiger Wirkung ausgeschieden. Einen entsprechenden Beschluss hat der Aufsichtsrat gefasst. Nachfolger Steffens im Vorstand der Holding wird der 39-jährige Sönke Fanslow, der seit Herbst 2006 geschäftsführender Gesellschafter der Hansa Treuhand Schiffsbeteiligungs GmbH & Co. KG ist. Sieben Jahre lang hatten Steffen und Fanslow bei Hansa Treuhand zusammengearbeitet, davon zwei zusammen in der Geschäftsführung. Das Ausscheiden Steffens sei im gegenseitigen Einvernehmen geschehen, teilt Fanslow auf Nachfrage mit.

Die künftige Ausrichtung des Unternehmens dürfte bei der Entscheidung eine Rolle gespielt haben. Axel Steffen will sich künftig Investmentfeldern widmen, die jenseits des Investmenthorizonts der Hansa Treuhand liegen, ist zu vernehmen. Das Neugeschäft der Hansa Treuhand war in den vergangenen Jahren rückläufig. Nachdem die Hamburger im vergangenen Jahr gerade mal einen Fonds aufgelegt hatten, sind für dieses Jahr immerhin drei Neuemissionen vorgesehen. Die Geschäftsführung der hauseigenen Reederei Hansa Shipping bekommt mit Peter Mackeprang Verstärkung. Geplant ist außerdem der Einstieg ins Flugzeug- und Lo-

gistikgeschäft; auch über Infrastrukturprojekte würde nachgedacht, teilt Fanslow mit. Derzeit würden für neue Geschäftsfelder noch die entsprechenden Partner gesucht. Hansa Treuhand gehe nur in langfristig interessante Segmente, in denen Folgeprodukte möglich sind. Für kurzfristig interessante Segmente sei der Initiator nicht groß genug aufgestellt.

### Nordcapital erweitert Management

Nordcapital hat für die Sparten Neue Energien und Immobilien neue Geschäftsführer berufen. Dr. Felix Bosse ist bei der Nordcapital New Energy nunmehr für die Fonds- und Projektaktivitäten - zusammen mit dem amtierenden Geschäftsführer Wolfgang Wetzel. Felix Bosse hatte zuletzt in der Bremer Diersch & Schröder im Segment Erneuerbare Energien als Geschäftsführer aufgebaut und geleitet.

Auch Nordcapital Real Estate agiert künftig mit einer Doppelspitze. Zu Florian Wagner gesellt sich Andreas Freier in die Geschäftsführung. Der 43-jährige Betriebswirt begann seine berufliche Karriere im Marketing und Vertrieb der DIA, der späteren DB Real Estate. Weitere Stationen waren die Vereins- und Westbank und Blue Capital.

### Lutz von Stryk neuer Geschäftsführer bei HGA

Lutz von Stryk ist vom Vorstand der HSH Real Estate zum neuen Geschäftsführer der HGA Capital berufen worden. Der 48-jährige Jurist und Steuerberater zeichnet nunmehr für das Fondsmanagement und die Anlegerbetreuung verantwortlich. Bislang war er für die HSH Real Estate als Managing Director für Beratung und Beteiligungen tätig. Lutz von Stryk übernimmt bei HGA den Posten von Jörg Kotzbacher, der das Unternehmen verlassen hat.

Christiane Pieper, bislang zuständig für die Unternehmenskommunikation, wechselt in die Abteilung Produktkoordination und Produktmarketing.

### DFH verliert Ressortleiter

Uli Bräuninger, 44, hat die Deutsche Fonds Holding verlassen. Seit 2006 war er in der Geschäftsleitung für das Geschäftsfeld Immobilien verantwortlich. Insgesamt arbeitete der 44-Jährige neun Jahre für das Unternehmen, das aus der Daimler Chrysler Services Structured Finance hervorging. Nachfolger Bräuningers ist Tobias Börsch. Der 43-Jährige kommt von Dr. Peters.

## Zweitmarktticker

**Der Handel mit Schiffsbeteiligungen hat sich im ersten Quartal stabil entwickelt. Nach 18,2 Millionen Euro im Januar und 15,8 Millionen Euro im Februar stieg das gehandelte Nominalkapital über alle Plattformen hinweg auf nun 16,5 Millionen Euro an, teilt die Deutsche Zweitmarkt AG mit. 381 Anteilsverkäufe registrierte der Zweitmarktanbieter im März – nach 347 Verkäufen im Januar und 369 Handelsabschlüssen im Februar 2008.**

### Leichte Kursrückgänge im ersten Quartal

Den höchsten Handelskurs brachte im März der Tanker Tanja Jacob von Hansa Hamburg Shipping mit 235 Prozent des einstigen Zeichnungsbetrags. Im Februar kam der MPC-Tanker Pearl River auf den höchsten Kurs. Allerdings bedeuten Höchstkurse – zum Teil auch als „Spitzenkurse“ betitelt – nicht zwangsläufig, dass es sich in diesen Fällen um die at-

traktivsten Angebote handelt. Entscheidend sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer ist nicht der Kurs in Relation zu anderen Kursen, sondern die Bewertung eines Kurses im Verhältnis zum tatsächlichen Wert des Anlageprodukts. Auch ein Preis von unter 100 Prozent des Nominalwerts kann für den Verkäufer sehr lukrativ sein, wenn er nämlich den Löwenanteil der Auszahlungen eingestrichen und Steuereffekte genutzt hat.

## Zweitmarktticker

Bei manchen Schiffsfonds beobachtet die Deutsche Zweitmarkt AG mittlerweile einen leichten Rückgang der Kurse. Der Yangtze River von MPC Capital erzielte im Januar ein Kurshoch von 246,7 Prozent und wechselte im März den Besitzer zu einem Kurs von 230 Prozent. Ähnlich entwickelten sich der Ems Trader von Hermann Buss und Northern Magnitude von der Norddeutschen Vermögen. Die aktuellen Kursrückgänge führt die Deutsche Zweitmarkt AG auf erste Effekte der anhaltenden US-Dollarschwäche zurück, die zu rückläufigen Erträgen bei den Anlegern im Euroraum führen. Außerdem werden die Schiffe älter und verlieren an Wert. In den Monaten zuvor waren die Preise insgesamt jedoch deutlich gestiegen, nicht selten auf Höchstkurse. Für Zweitmarktfonds wird der Einkauf dadurch nicht einfacher.

### Kurse auf hohem Niveau

Maritim Invest hat seit Jahresbeginn einen Rückgang der Ankaufkurse um durchschnittlich zehn Prozent registriert. Der Aufkäufer macht „verschlechterte Rahmenbedingungen“ und „die stetig wachsende Zahl von Ankaufangeboten“ für die „Dämpfung der im letzten Quartal 2007

leicht überhitzten Marktatmosphäre“ verantwortlich. Wenn aber nun hohe Betriebskosten und schwacher Dollar die Anleger tatsächlich so viel Rendite kostet, wie Maritim Invest betont, stellt sich die Frage, warum der Initiator überhaupt Anteile aufkauft und in Zweitmarktfonds neu verpackt. Die Kurse sieht Maritim Invest „immer noch auf einem hohen Niveau“.

2006 und 2007 kaufte das Haus jede dritte bis vierte Beteiligung, die ihm angeboten wurde. Derzeit wandert jede fünfte bis sechste ins Portfolio. Das Ankaufsvolumen steigt jedoch. Im ersten Quartal 2007 deckte sich Maritim Invest mit Beteiligungen zu einem Nominalwert von insgesamt 45 Millionen Euro ein. Im ersten Quartal 2008 lag der Nominalwert bei 100 Millionen Euro. Das Ankaufsvolumen von knapp elf Millionen Euro im ersten Quartal 2007 kletterte auf knapp 25 Millionen Euro im ersten Quartal 2008.

### Schiffsfonds dominieren Kursentwicklung

Am Zweitmarkt der Fondsbörse Deutschland wechselten im März geschlossene Beteiligungen im Wert von rund 17,3 Millionen Euro den Besitzer. Davon entfielen

1,5 Millionen Euro auf das Premium-Segment. 15,8 Millionen Euro wurden im Standard-Segment umgesetzt. Anders als in den beiden ersten Monaten des Jahres, eroberten im März die Schiffsbeteiligungen in beiden Segmenten „verlorenes Terrain“ zurück. In beiden Segmenten sind die Höchstkurse nahezu durchweg bei Schiffsbeteiligungen zu finden. In der ersten Märzwoche lag der Durchschnittskurs der im Premium-Segment gehandelten Schiffe bei 113 Prozent.

## Impressum

ISSN 1619-9936

Die Fondszeitung erscheint im  
Welther Verlag GmbH  
Uhlandstr. 1  
D-10623 Berlin.  
Tel.: (030) 40 00 68-0  
Fax: (030) 40 00 68-19

Redaktion: Dr. Tilman Welther (verantwortlich), Beatrix Boutonnet, Wolfhart Fabarius, Juliane Janitzek, Anita Riedl

Freie Mitarbeit: Christina Anastassiou (ca), Alexander Endlweber (ae), Stephanie von Keudell (svk)

Layout: mmdo Berlin

Anzeigen und Abonnement:  
Nadine Dost  
Tel.: (030) 40 00 68-24

Hotline der Redaktion:  
Tel.: (030) 40 00 68-21  
eMail: redaktion@fondszeitung.de

Das Jahres-Abonnement der Fondszeitung kostet 365 Euro plus 30 Euro Versand zzgl. 7% MwSt.

Alle Rechte vorbehalten.  
Die redaktionellen Beiträge in dieser Zeitung sind urheberrechtlich geschützt. Die Verbreitung,ervielfältigung und Übersetzung von Texten, Abbildungen und sonstiger Inhalte auf jeglichem Medium, auch auszugsweise, ist ohne die schriftliche Zustimmung des Verlags urheberrechtswidrig und damit strafbar. Weder die Redaktion noch der Verlag haften für unverlangt eingesandte Manuskripte. Trotz sorgfältigster Recherche kann keine Gewähr für die Richtigkeit gemachter Angaben übernommen werden.

Namentlich gekennzeichnete Beiträge geben nicht zwangsläufig die Meinung der Redaktion wieder. Besprechungen von Kapitalanlagen können eine qualifizierte Anlageberatung nicht ersetzen.

## +++aus dem Fondsticker+++

### Immobilienfonds

Immobilienmanager Hines war für **Ide-enkapital** bislang Partner von US-Fonds. Jetzt managt Hines für den Düsseldorfer Initiator auch einen Immobilienfonds mit europäischen Standorten. Da sich die erhofften Renditen mit Core-Investments nicht mehr darstellen lassen, mischt der Fonds **Immobilien Europa** auch Investitionen aus dem deutlich risikoreicheren Segment Value Added bei. Die Gebühren der Zielfonds fallen, wenngleich zum großen Teil erfolgsabhängig, sehr hoch aus.

Für die Core-Investments ist der Hines Pan-European Core Fund zuständig. Der Zielfonds soll bis Juli 2010 rund 1,5 Milliarden Euro investieren. Bislang liegen Einlage-Verpflichtungen in Höhe von 236 Millionen Euro vor, darunter rund 19 Millionen vom Ideenkapital-Fonds. 159 Millionen Euro hat der Zielfonds bislang investiert. Von den bisher erworbenen Mietflächen entfällt die Hälfte auf britische Standorte (zwei Objekte), 39 Prozent liegen in Frankreich (zwei Objekte), elf Prozent in Deutschland (ein Objekt). Die durchschnittliche Zielausschüttung von fünf Prozent pro Jahr klingt nicht gerade spannend.

## +++aus dem Fondsticker+++

Der zweite Zielfonds, der Hines European Value Added Fund 2, bringt die Komponente Value Added in den Dachfonds. Da bis zu drei Vierteln des Fondsvolumens des „Immobilien Europas“ in diesen zweiten Zielfonds fließen können, bekommt Value Added ein deutliches Übergewicht. Der Value-Added-Zielfonds ist ein Blindpool. Großbritannien, Frankreich und Deutschland sollen auch hier im Investitionsfokus stehen, dazu gesellen sich Italien und Spanien. Auf diese fünf Länder sollen 60 Prozent des Zielfondsvolumens entfallen. Der Rest soll auf andere EU-Länder, aber auch Norwegen, Russland und die Schweiz verteilt werden.



Paris St. Ouen Building aus dem Fonds „Immobilien Europa“ von Ideenkapital

### Ideenkapital – Immobilien Europa

#### Fondsvolumen

87,4 Millionen Euro

#### Eigenkapital

87,4 Millionen Euro

#### Laufzeit

10 Jahre

#### Mindestbeteiligung

10.000 Euro + 5% Agio

#### Ausschüttungsprognose

k.A.

### Portfoliofonds

„Der Anleger sollte auf ein integriertes Portfolio hinarbeiten, das seinen individuellen Erfordernissen Rechnung trägt“, zitiert die **Deutsche Fonds Holding (DFH)** Harry Markowitz gleich auf Seite 2 ihres **Beteiligungsangebots 85**. Doch wie soll ein Fonds individuell zugeschnitten sein, wenn der Initiator das Portfolio vorgibt? Wie wenig geschlossene Mischfonds mit der Portfoliotheorie von Harry Markowitz zu tun haben, hat sich bereits hinreichend gezeigt (siehe Fondszeitung 2007-14). Das DFH-Angebot macht da keine Ausnahme.

Das Portfolio des Beteiligungsangebots 85 soll zu 45 Prozent aus Immobilieninvestments bestehen, darunter ein Drittel risikoreiche Opportunity-Investments und zwei Drittel Core-Investments. Weitere 40

Prozent sollen die Segmente Schiffe, Flugzeuge und erneuerbare Energien beisteuern, wobei auf den Energiesektor nicht mehr als 15 Prozent des Gesamtvolumens entfallen sollen. Die restlichen 15 Prozent sind für Private Equity vorgesehen.

Bis zu zehn Prozent können in einen Einzelfonds mit nur einem Objekt fließen. Umfasst ein Zielfonds mehr als ein Anlageobjekt, darf auf ihn sogar 20 Prozent des platzierten Nominalkapitals entfallen. Für Zielfonds aus dem Hause DFH kommen bis zu 20 Prozent des Gesamtvolumens in Frage. Die Investitionsphase kann sich laut Plan bis Ende 2009 hinziehen. Wie stark der geplante Streueffekt ausfallen wird, ist nicht klar, weil das geplante Fondsvolumen zwischen 10,5 und 31,5 Millionen Euro schwankt. DFH rechnet im Investitionsplan mit 10,5 Millionen Euro.

Im Investitionsplan hat DFH das Investitionsvolumen und die geplante Liquiditätsreserve in einem Wert zusammengefasst. Was der Initiator unter angemessen versteht wird ebenso wenig klar wie die geplante Verwendung der Liquiditätsreserve. Schließlich könnte die Liquiditätsreserve auch für die Deckung von Nebenkosten aufgewendet werden. Im Gesellschaftsvertrag heißt es dann auch:

„Die Gesellschaft ist berechtigt, freie Liquidität verzinslich anzulegen. Darüber hinaus ist sie berechtigt, eine Liquiditätsreserve zur Zwischenfinanzierung der laufenden Kosten bis zu den ersten erwarteten Rückflüssen sowie zur Bestreitung unvorhergesehener Kosten vorzuhalten.“

Die angegebene Investitionsquote von 98 Prozent führt in jedem Fall in irre. Selbst wenn die Liquiditätsreserve in die Zielfonds einfließt, sinkt die Quote unter Berücksichtigung des Agios auf 93,3 Prozent. Hinzu kommen dann auch noch die Nebenkosten der einzelnen Zielfonds. Für den DFH-Fonds gilt, was für alle bisherigen geschlossenen Mischfonds gilt: Er investiert an der Theorie von Harry Markowitz vorbei.

### DFH – Beteiligungsangebot 85

#### Fondsvolumen

10,5 Millionen Euro

#### Eigenkapital

10,5 Millionen Euro

#### Laufzeit

15 Jahre

#### Mindestbeteiligung

10.000 Euro + 5% Agio

#### Ausschüttungsprognose

k.A.