

Neue Makler-Märkte I

Geschlossene Fonds



Vielen Maklern fehlt für den Markt der Geschlossenen Fonds das notwendige Basis-Wissen. Um das bisher oft unerfreuliche Versicherungs-Geschäft zum Jahresende zu verbessern, spielen jedoch etliche Marktteilnehmer mit dem Gedanken, die Ernte im Herbst 2009 mit Beteiligungsgeschäft aufzubessern. Und das mit gutem Gewissen, denn heute ist die Summe der Akteure auf diesem Feld frei vom Grauschleier vergangener Jahrzehnte.

Mit diesem Fachbeitrag aus hochqualifizierter Feder trägt „Risiko & Vorsorge“ den wachsenden Anfragen der Maklerschaft auf diesem Feld Rechnung.

Die Reihe wird mit „Risiko & Vorsorge“ 4/ 2009 fortgesetzt.



Autor: Ralf Soboll,
Castor Kapital, Hamburg

I. Grundsätzliches

1. Was ist ein Geschlossener Fonds?

1.1. Definition und Aufgabe

Anders als zum Beispiel für Wertpapiere (wie Aktien oder Investmentfonds), existiert für geschlossene Fonds – zumindest bisher – keine gesetzliche Definition. Um Geschlossene Fonds dennoch bestimmen zu können und um zu wissen, wann man von einer geschlossenen Beteiligung spricht, kann man auf typische Merkmale zurückgreifen, die im wirtschaftlichen Sinne auf alle geschlossenen Beteiligungen zutreffen. Die wichtigsten Charakteristika eines typischen „Geschlossenen Fonds“ sind nachstehend aufgeführt

Geschlossene Fonds dienen im Allgemeinen der Finanzierung klar definierter unternehmerischer Projekte mit festgelegten Investitionsobjekten und werden meist als Personengesellschaften konzipiert. Die häufigste Gesellschaftsform ist dabei die der Kommanditgesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH & Co. KG).

Unternehmen unterschiedlichster Branchen nutzen so die Möglichkeiten der geschlossenen Fonds zur Finanzierung umfangreicher Investitionsprojekte. Private Investoren erhalten wiederum die Möglichkeit, sich mit bereits verhältnismäßig kleinen Beträgen an renditeträchtigen Investitionsprojekten zu beteiligen, die – ohne dieses Anlagevehikel „Geschlossener Fonds“ – nur Großanlegern zugänglich wären.

Im Verlaufe eines festgelegten Platzierungszeitraumes werden die Kommanditanteile der Gesellschaft dann öffentlich als Publikumsfonds oder – im kleineren Kreise – als sogenanntes Private-Placement zum Erwerb angeboten. Die Mindesthöhe der Beteiligungsbeträge ist abhängig von den Vorgaben des Fondsinitiators und dem anzuschaffenden Wirtschaftsgut. Sie liegen bei Publikumsfonds in der Regel zwischen 5.000 und 25.000 Euro, zzgl. Agio. Bei Private-Placements betragen die Mindestbeteiligungssummen meist mehr als 200.000 EUR.

Der Investor bzw. Gesellschafter beteiligt sich mit einem festen Betrag an der Kommanditgesellschaft (Kommanditeinlage). Die Anlagedauer ist langfristig

und hängt zum Beispiel von der wirtschaftlichen Nutzungsdauer des Wirtschaftsgutes oder aber vom geplanten Verkaufszeitpunkt oder sonstiger Exitstrategien ab. Für die Beteiligung des einzelnen Investors regelt ein für alle Gesellschafter identischer Gesellschaftervertrag die Rechte und Pflichten untereinander. Dieser Vertrag kann vom einzelnen Anleger nur akzeptiert, nicht aber verändert werden.

Zur Anschaffung und Betreibung des oder der jeweilig vorgesehenen unternehmerischen Projekte und deren Investitionsobjekten, wird ein entsprechender Kapitalbedarf kalkuliert. Bei Auflegung des Fonds wird deshalb ein festgelegtes Fondsvolumen und die benötigte Eigenkapitalquote vorgegeben. Sobald diese erreicht ist, also das Eigenkapital vollständig gezeichnet (eingeworben) wurde, sind keine weiteren Zeichnungen mehr möglich und der Fonds wird geschlossen. Die Gesamteinlage der Kapitalanleger wird dabei nicht zu hundert Prozent für das geplante Investment verwendet. Vielmehr werden davon auch auftretende Nebenkosten gedeckt, wie die Konzeptionskosten, Marketing- und Vertriebskosten der Fondsgesellschaft, Verkaufsprovisionen, Steuerberatung, Prospekterstellungskosten, Finanzierungsnebenkosten, Treuhänder und weitere. Diese Nebenkosten werden als Weichkosten bezeichnet. Der Anteil der Weichkosten am gesamten Fondsvolumen liegt meist bei etwa fünf bis fünfzehn Prozent. Weichkosten reduzieren den wirtschaftlichen Ertrag des Fonds und verringern die Substanzquote.

Neben dem Eigenkapital der Gesellschafter wird üblicherweise Fremdkapital eingesetzt, um eine höhere Eigenkapitalrendite zu erreichen. Die Fremdkapitalquote liegt – abhängig vom Investitionsobjekt üblicherweise zwischen 30–70 %.

Geschlossene Fonds galten früher vorwiegend als Abschreibungsmodelle und wurden deshalb fast ausschließlich von gut verdienendem Klientel als Steuersparmodelle zur Senkung ihrer Einkommenssteuer genutzt. Da bis Ende 2005 Verluste aus Beteiligungen an diesen Fonds einkommenssteuerlich geltend

Inhalt

I. Grundsätzliches

1. Was ist ein Geschlossener Fonds?
 - 1.1. Definition und Aufgabe
 - 1.2. Rechtliche Einordnung und Stellung des Gesellschafters
 - 1.3. Steuerliche Aspekte
 - 1.4. Abgrenzung
2. Marktsegmente und Bereiche

II. Umsetzung in die Beratung

1. Anlegereignung
 - 1.1. Welcher Fonds passt zu welchem Anleger?
2. Wichtige Risiken
 - 2.1. Allgemeine Risiken
 - 2.2. Risiken in der Investitionsphase
 - 2.3. Risiken in der Betriebsphase
 - 2.4. Risiken in der Veräußerungsphase
3. Wie sichere ich die Beratung ab?
 - 3.1. Wie lässt sich ein Geschlossener Fonds beurteilen?
 - 3.1.1. Der Verkaufsprospekt
 - 3.1.2. Der Prospektprüfungsbericht
 - 3.1.3. Die Leistungsbilanz
 - 3.1.4. Das Beratungsprotokoll
 - 3.1.5. Der Geschäftsbericht
 - 3.1.6. Externe Informationen und Analysen
4. Wie sind die Renditeaussichten?
 - 4.1. Wie funktioniert der Kapitalrückfluss?
5. Wie finde ich die richtigen Fonds für meine Kunden?

gemacht werden konnten, waren bis dahin für Investitionsentscheidungen der Investoren hauptsächlich Steuer- und nicht Renditeaspekte ausschlaggebend.

Nachdem diese Abzugsmöglichkeiten praktisch vollständig beseitigt wurden, hat sich die Anlageklasse „Geschlossener Fonds“ durch verschiedene konzeptionelle Veränderungen bis heute zu einem rein renditeorientierten Anlageinstrument „gemausert“ und hat seitdem bei dem breiten Anlegerpublikum deutlich an Bedeutung gewonnen. Der Einstieg der Banken und Sparkassen in den Vertrieb von „Geschlossenen Fonds“ hat stark zu dieser Entwicklung beigetragen. Ermöglicht und geebnet wurde dies auch durch eine Reihe von gesetzlichen Regulierungen und Bestimmungen, die den „Geschlossenen Fonds“ heute in den Augen vieler Marktbeobachter und Kritiker zu einer der transparentesten Anlageformen am Finanzmarkt gemacht haben.

1.2. Rechtliche Einordnung

Ein geschlossener Fonds ist kein Wertpapier im Sinne des Kreditwesengesetzes und unterliegt somit grundsätzlich keiner öffentlichen Aufsicht.

Zur vorherigen Information und Aufklärung des Anlegers über Art, rechtliche Ausgestaltung sowie wirtschaftliche und steuerliche Bedingungen der Beteiligung muss jedoch seit dem 1. Juli 2005 bei Publikumsfonds ein Emissionsprospekt (Verkaufprospekt), erstellt werden.

Gemäß des so genannten „Verkaufprospektgesetzes“ (VerkProspG) unterliegen seit diesem Zeitpunkt alle Beteiligungsformen der formellen Prüfung durch die „Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)“ und alle Verkaufprospekte sind auf Grundlage der erlassenen Verordnung über „Vermögensanlagen-Verkaufprospekte“ (VermVerk ProspV) vom 16. Dezember 2004 zu erstellen.

Bevor in Deutschland ein Geschlossener Fonds als Kapitalanlage zum öffentlichen Vertrieb zugelassen wird, muss der Verkaufprospekt von der BaFin auf vollständige Angaben überprüft werden.

Die inhaltliche Richtigkeit der im Prospekt gemachten Angaben ist allerdings nicht Gegenstand der Prüfung durch die BaFin.

Neben den Auflagen bezüglich Umfang und Inhalt des Verkaufprospektes sind bis zum heutigen Zeitpunkt keine weiteren

besonderen genehmigungspflichtigen Voraussetzungen vorhanden und es gibt keine staatliche Kontrolle bzw. Überwachung der Geldanlage. Es ist jedoch zu erwarten, dass unter dem Eindruck der derzeitigen Finanzkrise, die bereits angekündigten Finanzmarkt-Regulierungen auch den Bereich der Geschlossenen Fonds erreichen werden.

Der Anleger beteiligt sich mit seiner Zeichnungssumme an einer Beteiligungsgesellschaft, die meist in Form einer GmbH & Co KG organisiert und im Handelsregister eingetragen ist. Der Beitritt erfolgt in der Regel mit Annahme der Beitrittserklärung durch eine Fondsgesellschaft bzw. eine diese vertretende Treuhänderin.

Die Beteiligung erfolgt entweder mittelbar, unter Begründung eines Treuhandverhältnisses, oder durch die direkte Stellung eines unmittelbar beteiligten, selbst im Handelsregister eingetragenen Kommanditisten.

Die Investoren treten mit ihrem Kapital einer Kommanditgesellschaft als Kommanditisten bei und sind auf Grund der handelsrechtlichen Bestimmungen und den steuerlichen Grundsätzen an dem Unternehmen beteiligt.

Neben diesen rechtlichen Grundlagen wird das Verhältnis der Initiatoren und Anleger wesentlich durch den Gesellschaftsvertrag bestimmt. Im Verkaufsprospekt werden die sich hieraus ergebenden Rechte und Pflichten näher erläutert.

Eine Kommanditgesellschaft besteht aus zwei Arten von Gesellschaftern: den oder die persönlich haftenden Gesellschafter (Komplementäre), die unbeschränkt mit ihrem ganzen Vermögen für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften, und den oder die Kommanditisten, die nur maximal in Höhe ihres Anlage- oder Beteiligungsbetrages – der Kommanditeinlage – haften. Die Höhe der Beteiligung des Kommanditisten wird als Haftungsbeschränkung im Handelsregister eingetragen.

Genau wie der Komplementär ist der Kommanditist grundsätzlich ein stimmberechtigter Gesellschafter und als solcher am Vermögen der Kommanditgesellschaft beteiligt. Der Anteil am Vermögen der Kommanditgesellschaft hängt von der Höhe der jeweiligen Beteiligung ab. Aus dem gesellschaftsrechtlichen Verhältnis entsteht für den Kommanditisten die Pflicht zur Erbringung der Einlage, mit der er gewisse Gesellschaf-

terrechte, d.h. Vermögens-, Informations- und Kontrollrechte erwirbt. Teilweise Abweichungen von diesen Grundsätzen können im Gesellschaftsvertrag vereinbart werden. Sie sind im Verkaufsprospekt detailliert zu beschreiben

Sowohl aufgrund ihrer mangelhaften Vergleichbarkeit und Individualität, als auch aufgrund ihres damit begrenzten Handelsvolumens, sind die Anteile Geschlossener Fonds wenig liquide. Dies auch deshalb, weil die Anleger keinen Anspruch auf Rücknahme ihrer Anteile durch die Fondsgesellschaft während der Laufzeit haben. Eine börsenähnliche offizielle und neutrale Stelle für den Verkauf gebrauchter Anteile von geschlossenen Fonds gibt es nicht. Ein Börsenhandel oder eine tägliche Preisfeststellung mit verbundener Rückgabemöglichkeit an einen Initiator wie beispielsweise bei Wertpapieren kann konstruktionsbedingt nicht existieren.

Der Kurswert eines Anteils richtet sich im freien, vorzeitigen Verkauf im Allgemeinen nicht nach dem realen, anteiligen Wert am Fondsvermögen, sondern ist der freien Preisbildung unterworfen.

Auf den wenigen Marktplätzen werden die Anteile häufig nur mit nicht unerheblichen Auf- oder Abschlägen im Hinblick auf ihren Inventarwert gehandelt.

Der Markt ist offen und der Anleger hat die Wahl zwischen mehreren Alternativen:

■ *Eigeninitiative*

Der Anleger kann selbst aktiv werden und seine Anteile am Kapitalmarkt anbieten. Die Gefahr – vor allem bei Zeitdruck – unter Wert zu verkaufen, ist groß.

■ *Fondsgesellschaft als „Schwarzes Brett“*

Für den Anleger bequemer ist die Variante über die eigene Fondsgesellschaft oder deren Treuhänder. Viele seriöse Anbieter helfen kostenlos beim Vermitteln innerhalb des Fonds; sie unterstützen für aussteigewillige Anleger die Suche nach geeigneten Käufern. Diese Variante ist oftmals sowohl die billigste, als auch die fairste Methode, da die Preisfindung unter anderen Gesellschaftern desselben Fonds auf gleichem Wissensstand über die Entwicklung und Performance des Fonds herbei geführt wird.

■ *Fondsinitiatoren als Vermittler*

Für den Anleger ebenfalls bequem ist die Variante über den Fondsinitiator. Viele

Anbieter helfen beim Vermitteln innerhalb ihres gesamten Kundenstammes. Sie suchen für aussteigewillige Anleger geeignete Käufer. Diese Variante ist oftmals die teuerste, da sich der Initiator seine aktiven Dienste völlig zu Recht bezahlen lässt. Dafür stehen die Chancen auf Erfolg besser, da ein Initiator oftmals breite Kontakte zu kaufwilligen Anlegern hat.

■ Zweitmarktfonds

Manche Initiatoren, wie HFS, kaufen Anteile für geschlossene Zweitmarktfonds. Hier kann ein verkaufswilliger Anleger seine Fonds anbieten.

■ Neutrale Marktplätze

Die Struktur der geschlossenen Fonds lässt einen Börsenhandel oder eine regelmäßige Preisfestlegung mit der Möglichkeit einer Rückgabe an den Fondinitiator im Gegensatz zu beispielsweise Investmentfonds nicht zu. Neutrale Plattformen, die versuchen einen börsenähnlichen Zweitmarkt zu organisieren etablieren sich seit Jahren mit wachsendem Erfolg am Markt. Beispiele sind die Börsen Hamburg-Hannover und Berlin-Bremen.

1.3. Steuerliche Aspekte

Der eigentliche Grund für die Anlage in Geschlossenen Fonds war jahrzehntelang die Verringerung bzw. Stundung der steuerlichen Belastungen. Die Rendite war oftmals für viele Anleger nebensächlich. In den ersten 1-3 Jahren der Beteiligungsdauer wurden deshalb die geschlossenen Fonds mit hohen Verlusten konzipiert, um den Investoren steuerliche Verlustzuweisungen zu ermöglichen, durch welche sie ihre Steuerlast teilweise extrem senken konnten.

Verstärkt seit 1998 und endgültig mit Wirkung ab 01.01.2006 hat die Bundesregierung allerdings die Beschränkung der Verlustrechnung im Sinne der typischen Steuerstundungsmodelle beschlossen. Dieses Gesetz sieht vor, dass Verluste aus den so genannten Steuer-sparfonds nur noch mit späteren Erträgen aus derselben Einkunftsquelle verrechnet werden können.

Betroffen werden durch diese gesetzliche Bestimmung vor allem Verluste aus gewerblichen Beteiligungsmodellen. Durch die Schaffung des neuen §15b im Einkommensteuergesetz, der funktionell den bisherigen §2b EStG ersetzt, wird



■ Die goldenen Zeiten der Steuersparbeteiligungen sind in der Bundesrepublik seit 01.01.2006 endgültig vorbei. Nunmehr zählt allein, ob die Anlage von ihrer Substanz her das Potenzial für starke Renditen beinhaltet.

festgelegt, dass bei allen Steuersparmodellen mit mehr als zehn Prozent Anfangsverlust im Verhältnis zum Eigenkapital, die Verluste nur noch mit späteren positiven Einkünften aus derselben Einkunftsquelle verrechnet werden können.

Bei Investitionen in ausländische Beteiligungen ändert sich durch die neue Regelung wenig, da die Besteuerung meistens im Land der Beteiligung stattfindet und zum Vorteil der Investoren dem jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommen mit der Bundesrepublik unterliegt. Die Einkünfte daraus unterliegen dabei allerdings in jedem Fall dem Progressionsvorbehalt. So kann auch weiterhin von den meist günstigeren Auslandsregelungen profitiert werden.

1.4. Abgrenzung

► Was unterscheidet geschlossene von offenen Fonds?

Während bei geschlossenen Fonds die Investitionssumme feststeht und die Anleger meist nur in eine begrenzte Anzahl von Objekten investieren, können offene Fonds unbegrenzt Gelder einsammeln und dafür zum Beispiel ganz verschiedene Anlagen erwerben.

Auch in Bezug auf die Mindestanlage-summe und die Haltedauer gibt es große Unterschiede. Während sich Anleger an offenen Fonds mit Einmalanlagen und mit Sparplänen mit monatlichen Einzahlungen bereits mit geringen Beträgen beteiligen und die Anteile auch täglich verkaufen

können, liegt die Einstiegssumme bei geschlossenen Fonds oft deutlich höher. Üblicherweise zwischen 5.000–25.000 EUR.

Das Kapital ist bei geschlossenen Fonds grundsätzlich deutlich länger gebunden als bei offenen Fonds – im Allgemeinen länger als 10 Jahre. Ein vorzeitiger Ausstieg bzw. Verkauf eines Teils oder der gesamten Beteiligungssumme ist nur erschwert möglich, obwohl die Etablierung von Zweitmärkten, den An- und Verkauf „gebrauchter“ oder besser von second-hand Anteilen Geschlossener Fonds, in den letzten Jahren zunehmend erleichtert.

Ein weiterer konzeptioneller Unterschied ergibt sich daraus, dass sich die Kassenhaltung bei geschlossenen Fonds auf die operativ zu erwartenden Kosten und eine Liquiditätsreserve beschränkt. Anders als das bei offenen Fonds der Fall ist, benötigen Geschlossene Fonds keine größere Reserve an liquiden Mitteln, um jederzeit kündigungswillige Anleger auszahlen zu können. Da die Barreserve im Fonds somit in der Regel wesentlich niedriger ist als bei offenen Fonds, wird die Rendite nicht durch einen zu großen Anteil an verhältnismäßig niedrig verzinsten Geldmarktanlagen belastet.

Zusammenfassung Charakteristika geschlossener Fonds

Zusammenfassend können die nachstehenden Eigenschaften und Kriterien als typisch für Geschlossene Fonds bezeichnet werden:

Merkmal/Kriterium	Offener Fonds bzw. Wertpapier	Geschlossener Fonds
Anzahl der Investoren	Unbegrenzt	Begrenzt durch Fondsvolumen. Ist die Summe eingesammelt, sind weitere Beteiligungen nicht mehr möglich.
Platzierungsdauer	Unbegrenzt	Festgelegte Platzierungsdauer
Laufzeit	Grundsätzlich unbegrenzt nach Vorstellungen des Anlegers	Laufzeit ist festgelegt, die Mehrheit der Gesellschafter kann den vorzeitigen Verkauf des oder der Fondsobjekte beschließen
Fondserwerb	Einrichten eines Depot bei einer Bank oder Fondsgesellschaft	Zeichnung eines Kommanditanteils per Beitrittserklärung
Anteilspreise	Tägliche bis wöchentliche Preisstellung	Variable, nicht geregelt
Verfügbarkeit, Anteilsverkauf	Täglich	Nur eingeschränkt möglich
Streuung	Breite Streuung durch großes Portfolio	In der Regel nur ein bis drei Objekte, zunehmend aber auch Dachfonds
Mindestbeteiligung	Ab 100 Euro zuzüglich Agios von bis zu 5 %	Üblicherweise ab mindestens 5.000 Euro zuzüglich eines meist fünfprozentigen Agios
Veräußerbarkeit der Anteile	In der Regel täglich und unproblematisch möglich	Verkauf nur möglich, wenn sich ein Käufer findet. Der Zweitmarkt verbessert sich, ist aber noch im Aufbau.
Rechtsvorschriften	Rechtlich genau geregelt durch das Investmentgesetz, Kontrolle durch das Bundesamt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Nur wenige Gesetzesvorschriften, eine Genehmigung des Prospekts durch die BaFin ist erst seit 1. Juli 2005 Pflicht. Diese prüft aber nur rein formell.
Steuervorteile	Keine	Bis zum Herbst 2005 konnten Anleger hohe Anfangsverluste steuerlich geltend machen und mit positiven Einkünften verrechnen. Dies ist nun nur noch innerhalb der Anlage selbst möglich. Bei Schiffsfonds fast steuerfreie Auszahlungen durch Anwendung der Tonnagesteuerbesteuerung
Einkunftsart in der Steuererklärung	Einkünfte aus Kapitalvermögen	Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung oder aus Gewerbebetrieb

- Ein Geschlossener Fonds dient der Finanzierung eines oder mehrerer, genau definierter, Objekte bzw. Projekte.
- Der Anleger wird bei einem Geschlossenen Fonds Gesellschafter einer Personengesellschaft, üblicherweise Kommanditist einer KG oder GmbH & Co. KG
- Es handelt sich um eine Anlageklasse mit exakt festgelegtem Investitionsvolumen. Im Gegensatz zu offenen Fonds im Sinne des Kreditwesengesetzes können also bei entsprechender Nachfrage nicht einfach weitere Fondsanteile herausgegeben werden.
- Das benötigte Eigenkapital und das aufzunehmende Fremdkapital werden anhand eines genau festgelegten Investitions- und Finanzierungsplans unter Einbeziehung einer externen Mittelverwendungskontrolle für die vorgesehenen Investitionen eingesetzt.
- Für die Beteiligung des einzelnen Anlegers existiert ein vordefinierter Gesellschaftervertrag, der vom einzelnen Anleger nur akzeptiert, nicht aber verändert werden kann.

- Außer bei nur unter bestimmten Bedingungen möglichen Private-Placements, muss ein Verkaufsprospekt vorliegen, der nach formeller – nicht inhaltlicher – Prüfung von der BaFin die Genehmigung zum öffentlichen Vertrieb erhält.

Eine Beteiligung, die alle diese Merkmale aufweist, wird als geschlossener Fonds bezeichnet. Je nach Konzeption und Ausgestaltung müssen jedoch im Einzelfall nicht alle dieser Merkmale zutreffen. So stehen zum Beispiel bei den so genannten Blind Pools oder Projektentwicklungsfonds die Investitionsobjekte zum Zeitpunkt des Platzierungsbeginns noch nicht fest. Auch das Emissionsvolumen kann bei einer solchen Konzeption nicht im Voraus exakt festgelegt werden.

Von Seiten der Finanzämter und Steuerbehörden gibt es keine gesetzlich vorgeschriebenen Spezifikationen, die ein geschlossener Fonds erfüllen muss, um von den Finanzbehörden als solcher ein-

gestuft zu werden. Anhand langjähriger Praxis lässt sich aber festhalten, dass von steuerlicher Seite immer dann von einem geschlossenen Fonds gesprochen werden kann, wenn folgende Charakteristika erfüllt sind:

- Es handelt sich um eine Personengesellschaft
- Es existiert ein vorgefertigtes Vertragswerk (Gesellschaftervertrag), welches für alle Anleger einheitlich und nur einheitlich von den Gesellschaftern veränderbar ist
- Es gibt mehrere Anleger (Gesellschafter), die sich durch ihre Einlage an der Personengesellschaft beteiligen
- Es liegt ein klar definiertes Geschäftsmodell vor bzw. es werden exakt festgelegte Investitionsobjekte identifiziert, für die die platzierten Gelder verwendet werden sollen.

2. Marktsegmente und Bereiche

Geschlossene Fonds führten bis Ende der 90ziger Jahre eine – etwas anrühige – Nischenfunktion als Verlustzuweisungsmodelle mit denen einkommensstarke Bürger ihre hohen Steuerbelastungen senken konnten. Seit ihrer Wandlung zur renditeorientierten Beteiligung – weg vom Steuermodell – haben Geschlossene Fonds, flankiert von anlegerschützenden Gesetzen, ihr Nischendasein beendet und sind zu einer anerkannten von einem breiteren Anlegerpublikum nachgefragten Anlageklasse aufgestiegen. Der breitflächige Einstieg der Banken in den Vertrieb von Geschlossenen Fonds hat dabei stark zur Akzeptanz dieser Anlageklasse beigetragen.

Die Vielfalt der dabei eingesetzten Anlageobjekte ist in den letzten Jahren stark gestiegen. Während in den 80ziger und 90ziger Jahren vor allem Immobilien und Schiffsbeteiligungen die Anlageangebote dominierten, werden heute von der Immobilie über Patente, Erneuerbare Energien bis hin zu Spiele-, Kunst- und Weinfonds nahezu alle denkbaren Investitions- und Konsumgüter über geschlossene Fonds finanziert. Man kann dabei die verschiedenen Bereiche in folgende Gruppen unterteilen:

■ Immobilienfonds

Das größte Segment stellen Immobilienfonds dar. Die Mehrzahl der Fonds investiert das eingesammelte Kapital in

bereits fertig gebaute und vermietete Immobilien im In- und Ausland. Das Fondsmanagement kümmert sich dabei nur um die Vermietung und die Instandhaltung der Immobilie, um diese am Ende der Laufzeit wieder zu verkaufen. Nachdem jahrzehntelang die Anlage in Büroimmobilien die Angebote dominierte, gerieten in letzten Jahren auch mehr und mehr Wohnimmobilien in den Focus der Initiatoren.

Zudem versuchen manche Anbieter an der gesamten Wertschöpfungskette zu partizipieren und finanzieren komplette Projektentwicklungen von der Baulandentwicklung über die Erstellung, Nutzung und Verkauf der jeweiligen Immobilie. Dies ist eine deutlich risikoreichere Variante der Immobilienanlage. Man kann Immobilienfonds wie folgt untergliedern:

- Immobilienfonds Deutschland
- Immobilienfonds Ausland
- Logistikimmobilien (Pflegeheime, Krankenhäuser, Altenheime)
- Wohn- und Büroimmobilien
- Projektentwicklungsfonds

■ *Mobilienfonds*

– **Schiffsbeteiligungen:** Geschlossene Schiffsfonds stellen traditionell den größten Bereich innerhalb der Mobilienangebote dar. Diese investieren das Geld in Containerschiffe, Tanker, Massengut- oder Mehrzweckfrachter. Durch die so genannte Tonnagesteuer haben Anleger hier – im Gegensatz zu allen anderen geschlossenen Fondsarten – noch einen großen steuerlichen Vorteil: Die Erträge aus der Beteiligung werden durch die Anwendung der so genannte „Tonnagesteuer“ pauschal mit einem sehr geringen Prozentsatz besteuert. So sind die Erträge aus Schiffsfonds für Anleger fast steuerfrei.

– **Flugzeugfonds:** Seit letztem Jahr findet man zunehmend Flugzeuge als Investitionsobjekte von Geschlossenen Fonds wieder. In der Regel sind diese als Leasingfonds konzipiert, ebenso wie Eisenbahnfonds und Containerfonds.

■ *Private-Equity-Fonds*

Verschiedene Varianten sind üblich: reine Private-Equity-Fonds investieren in bereits etablierte Unternehmungen. Die risikoreicheren Venture-Capital-Fonds investieren dagegen die Anlegergelder in Unternehmen in der Gründungsphase.

Eine weniger risikoreiche Alternative in diesem Segment sind breit gestreute Dachfonds.

■ *Erneuerbare Energien (New Energy)*

Klimawandel und Energiebedarf sind in den letzten Jahren verstärkt in das Bewusstsein der Öffentlichkeit geraten und gehören zu den wohl wichtigsten Problemkreisen des 21. Jahrhunderts. Die anerkannte Notwendigkeit von Investitionen in diese Bereiche hat natürlich auch vor Geschlossenen Fonds nicht halt gemacht und so können Anleger derzeit zwischen verschiedensten Arten von Fonds mit der Focussierung auf Erneuerbare Energien wählen.

- Biogas und Biodiesel
- Windkraftanlagen (In- und Ausland, Off-shore Anlagen)
- Solaranlagen
- Geothermie

■ *Lebensversicherungsfonds*

In diesem Anlagebereich investieren Anleger in Lebensversicherungspolice von Versicherten, die vor Vertragsablauf aus ihren Verträgen aussteigen wollen oder müssen. Die Fonds kaufen entweder amerikanische, deutsche oder britische gebrauchte Versicherungspolice auf. Die Arten der Polices in den verschiedenen Ländern sind dabei sehr unterschiedlich. In Deutschland und Großbritannien nehmen Initiatoren vorwiegend Kapitallebensversicherungen in Zahlung, in den USA fast ausschließlich Risikopolice. Die Auszahlung erfolgt dabei erst nach dem Tod des Versicherten.

■ *Medienfonds*

Hierunter fallen Beteiligungen an internationalen Film- und Fernsehproduktionen, Filmrechten oder an Computerspielen (so genannte Gamefonds).

■ *Infrastrukturfonds*

Seit 2007 gewinnen Infrastrukturfonds zunehmend die Aufmerksamkeit des Anlegerpublikums. Unter Infrastruktur versteht man öffentliche Einrichtungen und Versorgungsnetze, die innerhalb eines Landes oder einer bestimmten Region von Privathaushalten und Unternehmen genutzt werden können. Dazu zählen also zum Beispiel Autobahnen, Tunnel, Brücken, Flug- und Seehäfen, Strom-, Schienen- und Telekommunikationsnetze, Krankenhäuser, Klär- und Abfalleinrichtungen oder Satelliten.

Angesichts des stetig steigenden Kapitalbedarfs für die Instandhaltung, Modernisierung und Erschaffung von

Infrastruktureinrichtungen und der nicht nur in Deutschland wachsenden Geldknappheit der staatlichen Institutionen, wird immer mehr versucht, Privatanleger für Infrastrukturprojekte zu gewinnen. Mit Infrastrukturfonds wird somit in einen Markt mit langfristig steigender Nachfrage investiert

■ *Exoten- und Spezialfonds*

Hierunter subsumieren sich alle Fondsangebote mit Anlagen in kleinere, nicht beliebig vermehrbare Güter und Dienstleistungen. Im Grunde kann dabei alles in Form von geschlossenen Fonds verkauft werden. So befinden sich z.B. neben Patentfonds auch Kunst-, Wein-, Kaviar-, und Prozesskostenfonds auf dem Markt.

■ *Rohstoff- und Ernährungsfonds*

Im Rahmen des steigenden allgemeinen Umweltbewusstseins und der Erkenntnis schwindender Rohstoffressourcen werden auch zunehmend Fonds mit Rohstoffen und Naturprodukten aufgelegt. Hierzu zählen Holz, Wasser- und Ölfonds, wie auch Plantagen etc.

■ *Zweitmarktfonds*

Mit wachsender Bedeutung und steigendem Anteil der geschlossenen Fonds am Markt für Finanzprodukte, wächst naturgemäß die Anzahl verkaufswilliger Anleger, die – aus verschiedenen privaten und wirtschaftlichen Gründen – ihre Beteiligungen vor Ablauf der geplanten Laufzeit wieder verkaufen wollen oder müssen.

Die Fonds nehmen sich dieses Bedürfnisses an und finanzieren nicht in neue Projekte, sondern kaufen verkaufswilligen Anlegern deren gebrauchte Anteile geschlossener Fonds aller Art ab.

Das Prinzip ist relativ einfach: es wird versucht, so günstig wie möglich an Anteile geschlossener Fonds zu gelangen, die von Anlegern verkauft werden wollen oder müssen.

Da ein Ausstieg aus geschlossenen Fonds konzeptionsgemäß während der Laufzeit nicht vorgesehen bzw. möglich ist, stellt diese Fondskonzeption für finanzbedürftige Anleger eine gute Lösung bzw. Alternative dar.

So kommen dann Fonds oftmals an Fondsanteile anderer geschlossener Fonds zu Preisen, die um einiges unter dem tatsächlichen Wert der Beteiligung liegen und gute Renditeaussichten bieten.

II. Umsetzung in der Beratung

1. Anlegereignung: Für welche Anleger eignen sich Geschlossene Fonds?

Jede Anlageentscheidung ist durch persönliche Präferenzen, unterschiedliches Risiko-Chancen-Bewusstsein und individuelle Einkommens- und Vermögensverhältnisse geprägt. Somit gibt es für ein Produkt wie einen Geschlossenen Fonds keine allgemein gültige Anlegereignung. Die Verantwortung gegenüber zukünftigen Gesellschaftern dieser Beteiligungsform gebietet es dem Berater aber gesondert darauf hinzuweisen, dass ein Geschlossener Fonds aufgrund seines unternehmerischen Charakters, trotz aller Chancen, keine Gewähr auf gleichmäßige Erträge und den angestrebten wirtschaftlichen Erfolg bietet.

Trotz aller Vorsicht, Sorgfalt und Erfahrung der verantwortlich Handelnden, können überraschende und schwerwiegende wirtschaftliche Entwicklungen zu Verlusten, im Extremfall sogar zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals führen.

Die Höhe der Beteiligung an Geschlossenen Fonds sollte deshalb in einem vernünftigen Verhältnis zu den derzeitigen und absehbaren Einkommens- und Vermögensverhältnissen eines Gesellschafters stehen. Es sollten keine Mittel angelegt werden, über die kurzfristig wieder verfügt werden soll bzw. mit deren Erlösen oder Rückführung anderweitige finanzielle Verpflichtungen erfüllt werden müssen.

Andererseits stellt ein Geschlossener Fonds für den anspruchsvollen, renditeorientierten Anleger, mit mittel- bis langfristiger Anlageperspektive, eine hoch interessante Alternative zu den garantierten und verhältnismäßig sicheren, aber nach Inflation und Steuern oft unbefriedigend niedrig rentierenden Banken- und Versicherungsprodukten dar. Hohe Auszahlungen sollen der Ausgleich für das höhere Risiko dieser Beteiligungsform sein. Geschlossene Fonds eignen sich besonders gut als Baustein eines diversifizierten Vermögens und für Anleger, die wissen und akzeptieren, dass gerade die mittel- bis langfristige Bindung der Gesellschafter die Grundlage für den

Erfolg eines Geschlossenen Fonds darstellt. Um zu prüfen, ob die jeweils vorliegenden Anlageofferten der Anlagementalität der potentiellen Kunden entsprechen, muss der Berater sich grundsätzlich ausreichend Zeit nehmen, um den oder die betreffenden Emissionsprospekte, insbesondere die Risikohinweise im Überblick, zu lesen und zu verstehen.

1.1 Welcher Fonds passt zu welchem Anleger?

Zunächst soll an dieser Stelle ein deutlich positives Plädoyer für Geschlossene Fonds ausgesprochen werden:

Viele wirkliche Vorteile und – paradoxerweise – ein scheinbarer Nachteil sprechen aus Sicht des Autors für die Anlageklasse „Geschlossene Fonds“:

1. Konkrete Objektbestimmung: das Investitionsgut ist klar definiert – die dafür benötigten Mittel sind in einem Investitions- und Finanzplan fest vorgegeben
2. Gute Renditeaussichten
3. Lange Laufzeit: Eine Anlage ohne wertpapierähnliche, kurzfristige Verfügbarkeit und damit ohne „Investors-Relation-Kurzlebigkeit“ ist ein Segen für die wirtschaftliche Entwicklung eines Investitionsobjektes. Damit ist der „Spekulation“ mit und über kurzzeitige Wertveränderungen von Anteilen an Geschlossenen Fonds größtenteils der Boden entzogen. Hier dominiert die Ausrichtung der mittel- und langfristigen Objektentwicklung zu Gunsten des Gesamterfolges die Geschäftspolitik. Kurzfristiger Aktionismus und „Kurspflege“-Management zu Gunsten kurzfristiger Spekulationserfolge Einzelner ist nicht Zielsetzung bei typischen Anlegern Geschlossener Fonds. Die wirtschaftlichen Entscheidungen werden „projektbezogen und ergebnisorientiert“ getroffen und nicht „marketingorientiert“.
4. transparente Anlageform: Obwohl Geschlossene Fonds noch immer von manchen Kritikern despektierlich und

abwertend als Teil des „Grauen Kapitalmarktes“ bezeichnet werden, haben in den letzten Jahren eine Reihe von anlegerschützenden Gesetzen und begleitenden Anforderungen (Prospektprüfung nach IDW-Richtlinien, Leistungsbilanz, formelle Prospektprüfung durch die BaFin, Beratungsanforderungen) den Geschlossenen Fonds in der heutigen Form zu einer der transparentesten Anlageformen – aus Sicht des Autors noch vor Wertpapieranlagen – gemacht.

Trotz dieser grundsätzlichen Vorteile eignet sich natürlich nicht jeder Fonds für jedes Kundenportfolio. Selbst wenn ein Fonds zum Kundenprofil bzw. zu dessen Vermögensstruktur passen würde, kann die Vermittlung verkehrt sein, wenn z. B. bereits ein ausreichender Anteil des Portfolios mit Aktien, Immobilien (bzw. allgemein: Sachwerten) und unternehmerischen Beteiligungen bestückt ist.

Da zudem die Angebotspalette bei geschlossenen Fonds riesig ist und nicht jedes Produkt in das Vermögensportfolio des Anlegers passt, müssen sich Berater wie auch Anleger selbst vor einer Investitionsentscheidung verschiedene Fragen stellen:

– Wie passt die Risikostruktur eines Fonds zur Risikoneigung des Anlegers?
Ein stark sicherheitsorientierter Anleger sollte nicht in eine hochspekulative Projektentwicklung oder einen Kunstfonds investieren.

– Wie setzt sich die Gesamtvermögensstruktur des Anlegers zusammen?
Die Gesamtvermögensstruktur muss aus Liquiditätsgründen sowohl ein ausgewogenes Verhältnis von kurz-, mittel- und langfristigen Vermögensanlagen umfassen, als auch Anlagen mit unterschiedlichem Risikoprofil. Dieses Verhältnis darf nicht durch eine zusätzliche Fondsbeteiligung einseitig verschoben werden. Geschlossene Fonds sollten grundsätzlich nicht mehr als zehn bis 20 Prozent ausmachen, denn sie sind immer eine risikobehaftete unternehmerische Beteiligung, die nur schwer zu veräußern ist.

So kann das eingezahlte Geld oder zumindest Teile davon verloren gehen – selbst wenn das Produkt vom Anbieter seriös prospektiert wurde und der Berater den Fonds sorgfältig ausgewählt hatte.

Die Beteiligung darf den Anleger nicht in Liquiditätsprobleme bringen. Er darf

zum Beispiel nicht anderweitige finanzielle Verpflichtungen mit Ausschüttungen, die auch ausfallen können, begleichen müssen.

– Ist das Vermögen gut diversifiziert?

Viele Anleger investieren über Fonds vor allem in Beteiligungen mit persönlichem, beruflichem oder örtlichem Bezug. So bauen sie aber stückweise ein eher zufällig zusammengestelltes Portfolio mit hoher Korrelation der Vermögenswerte auf. Vernünftiger wäre es, zum Beispiel neben deutschen Immobilien auch in Auslandsimmobilien oder in Schiffe zu investieren, um das Risiko besser zu streuen.

2. Wichtige Risiken Geschlossener Fonds

Das Anleger bei Geschlossenen Fonds große Chancen auf überdurchschnittliche Renditen haben, wurde in der Vergangenheit in vielen Fällen eindrucksvoll bewiesen und steht außer Zweifel. Sowohl der Berater, als auch der Anleger dürfen jedoch die Kehrseite der Chancen, nämlich die Risiken nicht außer Acht lassen. Der Anleger muss wissentlich bereit sein, eine unternehmerische Beteiligung mit den damit verbundenen Risiken einzugehen. Im Verlauf der Anlage kann es zu erheblichen Abweichungen von den im Prospekt prognostizierten Ergebnissen kommen. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich mehrere Einflussfaktoren gleichzeitig negativ entwickeln. Der Anleger muss sich bewusst sein, dass die wirtschaftliche Entwicklung über die gesamte Laufzeit der Beteiligung nicht genau vorhergesagt, sondern nur prognostiziert werden kann.

Die folgende Übersicht soll Ihnen einen Überblick über die wesentlichen rechtlichen und wirtschaftlichen Risiken Geschlossener Fonds geben. Dabei kann man zur besseren Übersichtlichkeit vier Bereiche abgrenzen:

1. Allgemeine Risiken
2. Risiken in der Investitionsphase
3. Risiken in der Betriebsphase
4. Risiken in der Veräußerungsphase

Nachstehend eine Übersicht und Zuordnung der wichtigsten Risiken bei Geschlossenen Fonds ohne Anspruch auf Vollständigkeit.

2.1. Allgemeine Risiken

■ *Verlust der steuerlichen Vorteile*

Obwohl die meisten Steuervorteile der Geschlossenen Fonds vom Gesetzgeber abgeschafft wurden, gibt es noch immer Veränderungspotential, das zum Nachteil der Fonds verändert werden könnte. Bei Schiffsfonds bietet die derzeitige vorteilhafte Besteuerungsmethode, die allgemein als „Tonnagesteuer“ bekannt ist, immer wieder Anlass zur Befürchtung, der Gesetzgeber könnte diese Form der Besteuerung zum Nachteil der zukünftigen Schiffsfonds verändern oder gar abschaffen.

■ *Totalverlustrisiko*

Das Maximalrisiko eines Anlegers besteht aus dem Totalverlust der geleisteten Einlage (inkl. Agio) zuzüglich eventuell zu leistenden Steuerzahlungen (z. Bsp. als Folge der pauschalen Gewinnermittlung nach der Tonnage bei Schiffsfonds), denen keine Einnahmen oder Steuererstattungen gegenüberstehen, zuzüglich einer eventuell in Anspruch genommenen persönlichen Anteilsfinanzierung und dem Risiko einer Nichtanerkennung der deutschen Haftungsbeschränkung für Kommanditisten im Ausland.

Dazu gibt es für geschlossene Fonds keinen Einlagensicherungsfonds wie für Bankeinlagen. Bei Pflichtverstößen oder Fehlern der Fondsmanager haftet meist nur deren Eigenkapital. Gleichwohl ist das Totalverlustrisiko in vielen Bereichen eher theoretischer Natur (bspw. bei betrügerischen Absichten).

■ *Haftung und Verlust*

Mangelnder wirtschaftlicher Erfolg kann, je nach Rechtsform des Fonds, zu einer Nachschusspflicht führen. Das gilt vor allem für die GbR-Fonds, von denen der Autor grundsätzlich abrät. Bei den inzwischen üblichen KG-Fonds, in denen sich der Anleger als Kommanditist beteiligt, haftet er „nur“ mit seiner Einlage. Hier kann jedoch die Haftung für erhaltene, aber durch den Fonds nicht erwirtschaftete Auszahlungen wiederaufleben (§ 172 HGB). Sollte eine Gesellschaft insolvent werden, könnten die bis zu diesem Zeitpunkt erhaltenen Auszahlungen maximal bis zur Höhe des Fehlbetrages zur Hafteinlage zurückgefordert werden. Ein GbR-Gesellschafter hingegen ist Vollhafter, der im Zweifelsfall mit seinem gesamten Vermögen haftbar

gemacht werden kann. Zudem besteht das Risiko, dass mit dem Betrieb des Investitionsobjektes Dritte im Ausland geschädigt werden und der zur Deckung des Schadens bestehende Versicherungsschutz versagt wird, nicht ausreicht oder der Sachverhalt nicht versicherbar ist. Es ist in solchen Fällen möglich, dass ausländische Gerichte die Haftungsbeschränkung der Kommanditisten nach deutschem Recht nicht anerkennen.

■ *Mangelnde Fungibilität*

Grundsätzlich ist die Veräußerung von einzelnen Anteilen jederzeit möglich. Derzeit existiert jedoch noch kein geregelter und liquider Zweitmarkt für den Verkauf von Anteilen Geschlossener Fonds. Somit ist der Verkauf von Anteilen vor der Auflösung des Fonds nur möglich, wenn man selbst einen Käufer dafür findet. Der Preis orientiert sich, wie immer, an Angebot und Nachfrage.

■ *Interessenkonflikte auf Seiten der Initiatoren*

Es gibt eine Reihe von Fondsbeteiligungen, bei denen der Initiator der Komplementär der Fondsgesellschaft als auch Mietgarant ist. Bei Schiffsbeteiligungen sind so manchmal Reeder, Charterer, Treuhänder und Emissionshaus identisch oder gehören der selben Unternehmensgruppe an. Diese Konstruktion bringt einerseits nachvollziehbare Vorteile mit sich, wie zum Beispiel hohe Kostenersparnisse – andererseits entstehen automatisch Interessenskonflikte.

Auch wenn – wie üblicherweise der Fall – der Initiator/Emissionshaus gleichzeitig Treuhänder ist, können Interessenskonflikte entstehen. Hier kommt es stark auf die vorgeschriebenen Verhaltensweisen bei z. B. Abstimmungen an. Darf der Initiator nur weisungsgebunden abstimmen oder kann er – bei der vielfach zu beobachtenden Gesellschafterlethargie – deren Stimmen nach eigenem Gusto verwenden, wenn diese – wie üblich – weder zu Gesellschafterversammlungen erscheinen noch Weisungen abgeben?

■ *Mangelnde persönliche Eignung der Geschäftsführung*

Der Anleger sollte sich zudem im Klaren darüber sein, dass er der Geschäftsführung des Fonds seine Ersparnisse in der Regel über viele Jahre anvertraut. Hat die Geschäftsführung daher nicht die erforderliche Qualifikation und Erfahrung,

kann es zu Verlusten kommen.

■ *Gesellschaftsrechtliche Risiken*

Mehrheitsentscheidungen der Gesellschafter, die nicht im Interesse und nach dem Willen einzelner Gesellschafter getroffen werden, können sich negativ auf deren persönliche Finanzplanungen auswirken.

■ *Vertragserfüllungs- / Managementrisiko*

Es kann möglich sein, dass Vertragspartner, wie z.B. die Platzierungsgaranten, ihre Verpflichtungen nicht erfüllen oder dass die bei einzelnen Vertragspartnern eingesetzten Verantwortlichen wirtschaftliche Fehlentscheidungen treffen, die sich negativ auf die prognostizierten Ergebnisse auswirken. Im schlechtesten Fall kann es durch den Ausfall von Vertragspartnern oder Fehlentscheidungen des Managements zu dem Verlust der Einnahmen oder zum Totalverlust der Anlageobjekte kommen.

■ *Mittelverwendung*

Ohne Abschluss eines Mittelverwendungsvertrages mit einer unabhängigen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist grundsätzlich eine Mittelfehlverwendung möglich. Zusätzlich können nicht fristgerechte Mittelfreigaben u. U. zu rechtlichen oder wirtschaftlichen Nachteilen führen.

■ *Mehrkostenrisiko*

Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass Kostenpositionen höher ausfallen als kalkuliert. Dadurch kann zusätzlicher Finanzierungsbedarf entstehen.

■ *Kumulierte Risiken*

Treten mehrere Einzelrisiken gleichzeitig auf, kann die Kumulation von Risiken zu verstärkten negativen Auswirkungen führen. Damit kann nicht ausgeschlossen werden, dass es zu einem Totalverlust der Einlage kommt.

2.2 Risiken der Investitionsphase

Finanzierungs- und Platzierungsrisiko mit Rückabwicklung

Für den Fall, dass das Eigenkapital verspätet eingezahlt wird oder der vereinbarte Zinssatz die Annahmen übersteigt, besteht die Gefahr höherer Zwischenfinanzierungskosten. Für den Fall, dass die Gesellschaften Tilgungs-

oder/und Zinszahlungen an die Bank nicht leisten können, kann es zu einer Verwertung der Anlageobjekte, durch die finanzierende Bank kommen.

Ein Platzierungsrisiko besteht für den Fall, dass das benötigte Eigenkapital nicht bzw. nicht vollständig eingeworben werden kann. Sollte die Platzierungsgarantie in Anspruch genommen werden, kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Platzierungsgaranten ihren Verpflichtungen nicht nachkommen. Im schlechtesten Fall könnte es zu einer Rückabwicklung der Gesellschaften kommen, die im Rahmen einer Liquidation erfolgen würde. Somit hätte der Anleger einen anteiligen Anspruch an etwaigen Liquidationsüberschüssen, nicht aber auf Rückzahlung seines eingezahlten Kapitals.

■ *Übergabe- / Übernahmerisiko*

Die Gesellschaften tragen grundsätzlich Folgerisiken aus der Übergabe/Übernahme der Anlageobjekte. Hierzu zählt die Übergabe/Übernahme mit verdeckten Mängeln. Dies kann zu Mindereinnahmen oder zu höheren Ausgaben führen.

2.3. Risiken der Betriebsphase

■ *Behörden und internationale Bestimmungen*

Für den Nachweis und den Verlauf eines ordnungsgemäßen Betriebes der Anlageobjekte können u. U. in- und ausländische Genehmigungen und Zulassungen erforderlich sein. Liegen diese nicht vor oder werden gegebenenfalls widerrufen, kann es zu Einnahmeausfällen kommen.

■ *Zinsen*

Aufgrund sich verändernder Marktverhältnisse können sich die Zinsvereinbarungen für Hypothekendarlehen ungünstiger entwickeln als im Prospekt angenommen. Dies würde das Ergebnis negativ beeinflussen.

■ *Auszahlungen*

Die Höhe der Auszahlungen hängt von der wirtschaftlichen Entwicklung ab und kann in wirtschaftlichen Krisenzeiten niedriger als prospektiert sein oder ganz entfallen.

■ *Wechselkurse*

Sollte im Verlauf der Beteiligung keine vollständige Währungskongruenz von Einnahmen und Ausgaben bestehen, besteht insoweit ein Wechselkursrisiko.

2.4. Risiken der Veräußerungsphase

■ *Veräußerungserlös*

Die erzielbaren Verkaufserlöse hängen von der Marktlage, dem Zustand der Anlageobjekte und u. U. den dann gültigen Wechselkursen ab, sofern der Verkauf nicht in Euro erfolgt. Es besteht somit das Risiko, dass ein geringerer Veräußerungserlös erzielt werden kann als prospektiert, im äußersten Fall können die Objekte unverkäuflich sein.

3. Wie sichere ich meine Beratung ab?

3.1. Wie lässt sich ein Angebot beurteilen?

Ein Fondsangebot zu beurteilen ist oftmals auch für versierte Berater schwierig, da die Modelle zunehmend komplexer und fachspezifischer werden. Ohne Berücksichtigung externer Berater und Institutionen ist die Wahrscheinlichkeit eines Fehlgriffs hoch. Folgende Punkte sollten deshalb beachtet werden:

3.1.1. Verkaufsprospekt

Im Prospekt wird das Geschäftsmodell beschrieben. Zentraler Punkte dabei: die Objekte, in die investiert wird und die realistische Erzielung der darin beschriebenen Einnahme- und Verkaufsszenarien und die im Laufe der Zeit anfallenden Betriebs- und Instandhaltungskosten. Im Falle eines Immobilienfonds sind dies die Gebäude, die Mietsituation und die Mieter. Bei Schiffsfonds sind es die Qualität und der Preis des Schiffes, die Höhe der nachhaltig erzielbaren Charraten und die Bonität des Charterers. Außerdem enthält der Prospekt Informationen zur Finanzierung sowie zu den steuerlichen und rechtlichen Grundlagen. Da es für einen Laien im Allgemeinen am Anfang schwierig ist, die Konzeption zu verstehen, kann hier der Berater zeigen und belegen, wie wichtig und nützlich er für seine Kunden ist. Die Genehmigung der BaFin zum öffentlichen Vertrieb des Fonds ist in jedem Falle zu prüfen.

3.1.2. Prospektprüfungsbericht eines Wirtschaftsprüfers

Um die Haftung für Fehlberatung auf Grund von Prospektfehlern (die der

Berater oft selbst mit hohem Fachwissen nicht erkennen kann) zu vermeiden oder stark zu begrenzen, sollte heutzutage kein Berater mehr einen Geschlossenen Fonds verkaufen, ohne zuvor einen beanstandungsfreien Prospektprüfungsbericht eines externen Wirtschaftsprüfers zu dem jeweiligen Fonds in Händen zu halten.

3.1.3. Leistungsbilanz:

Es gibt (noch) keinen verbindlichen Standard für die Erstellung einer Leistungsbilanz. Es hat sich aber ein Marktkonsensus auf Basis des einst von Heinz Gerlach entwickelten DFI-Leistungsbilanzstandards heraus kristallisiert. Dieser veröffentlicht in seinem Online-Medium „Direkter Anlegerschutz“ welche Initiatoren eine vollständige Leistungsbilanz veröffentlichen. Die Leistungsbilanz wird zu Recht als Visitenkarte eines Initiators bezeichnet. Sie stellt Erfolge und Misserfolge eines Initiators gegenüber. Der Anleger erkennt, ob ein Initiator seine in der Vergangenheit abgegebenen Versprechen gehalten hat oder nicht. Interessenten sollten daher immer beim Initiator nach einer Leistungsbilanz fragen.

Wir möchten an dieser Stelle auf den diesbezüglichen Artikel von Jamestown-Geschäftsführer Markus Derkum im Anschluss an diesen Beitrag verweisen.

JAMESTOWN, ein Initiator von US-Immobilienfonds, gilt seit Jahren als die Gesellschaft mit der besten Leistungsbilanz aller Anbieter von Geschlossenen Fonds in Deutschland.

3.1.4. Beratungsprotokoll

Noch gibt es weder eine Pflicht noch einen gültigen Standard für Beratungsprotokolle. Wir sind sicher, dass sich dies in der nächsten Zeit ändern wird. Spätestens wenn wirklich (was rechtlich äußerst bedenklich wäre) eine Beweislastumkehr in der Beratung von Finanzprodukten eingeführt werden sollte (also der Berater beweisen muss, dass er richtig beraten hat), wird ein Beratungsprotokoll unabdingbar für Berater werden.

3.1.5. Geschäftsbericht:

Auch der jährliche Geschäftsbericht hilft bei einer Einschätzung (vor allem bei

Erwerb von Zweitmarktanteilen). Er liefert unter anderem aktuelle Informationen über die Investitionsobjekte und darüber, ob die Mittel wie geplant verwendet wurden; außerdem sollte er offenlegen, wie sich die wirtschaftlichen und steuerlichen Ergebnisse der Beteiligung entwickeln.

3.1.6. Externe Informationen

Über den Zweitmarkt:

Da es keinen geregelten Zweitmarkt gibt, sollte sich der Berater für den Kunden vor Abschluss beim Initiator informieren, ob und wie dieser seinen Fondsanteil vor Ablaufende veräußern kann.

Ratingagenturen

Es gibt eine Reihe von Analysehäusern, die – gefragt oder ungefragt – ihre Meinung zu Anlageangeboten feilbieten. Dazu gehören u.a. Scope (Berlin), TKL (Hamburg), Checkanalysen Appel (Hamburg), Feri Trust (Bad Homburg), kmi (Düsseldorf), GuB (Hamburg), Fondstelegramm (Rosenheim/Berlin). Meist geben mehrere Ratingagenturen oder Analysehäuser ihre Beurteilung zu einem Fonds ab. Sofern mindestens drei übereinstimmend positiv berichtet haben, kann/sollte man diese Urteile in die Beratung einfließen lassen.

Weitere Informationsquellen sind Steuerberater, Rechtsanwälte, die Internetseite des Initiators, Fachzeitschriften, Informations- und Branchendienste.

4. Wie sind die Renditeaussichten?

Für die Investoren der geschlossenen Fonds geht es um die Erzielung von Erträgen – die zum Einen als jährliche Ausschüttungen ausbezahlt werden und/oder als Abschlusszahlung nach der Veräußerung des oder der Anlageobjekte den Anlegern zufließt. Die Beteiligungssumme inkl. Agio muss durch die Gesamterträge überschritten werden.

Wenn nach Renditeaussichten gefragt wird, stellt sich zunächst die Frage: Welche Rendite ist gemeint? Die Rendite nach der internen Zinsfuß-Methode (IRR) oder die durchschnittliche Auszahlungsrendite? Die Eigenkapitalrendite? Vor oder nach Steuern?

Die IRR-Rendite ist zwar eine international anerkannte Messzahl, aber in

ihrer Vergleichbarkeit auf Grund der Wiederanlageprämissen nicht vergleichbar mit den IRR-Renditen anderer Anlageofferten und somit gerade bei Anlegerschützern höchst umstritten. Die durchschnittliche Auszahlungsrendite errechnet sich aus der Summe aller Auszahlungen abzüglich des Kapitaleinsatzes geteilt durch die Laufzeit. Diese Methode berücksichtigt dafür nicht die Dauer der Kapitalbindung über die Jahre der Anlage. Wenn also eine Anlageentscheidung zwischen mehreren Produkten auf Grund der Rendite getroffen wird, muss man nicht nur wissen, ob die Risiken der verglichenen Produkte identisch sind, sondern auch, ob die Renditenberechnungen überhaupt vergleichbar sind.

Unbestritten ist, dass die jeweiligen Renditeaussichten bei Geschlossenen Fonds in der Regel höher sind als bei geldwerten Anlagen, wie Sparguth, Anleihen o. ä. So sind Renditen von 6%–8% pro Jahr nach Steuern bei geschlossenen Beteiligungen keine Seltenheit und bieten damit langfristig betrachtet einen soliden Wertzuwachs.

4.1. Wie funktioniert der Kapitalrückfluss?

■ Auszahlungen

Anleger erhalten im Regelfall jährliche Auszahlungen aus den Geschlossenen Fonds. Sie ergeben sich aus den erwirtschafteten Überschüssen, also aus der Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben. Diese Auszahlungen stellen aber nur die zur Verfügung stehenden liquiden Mittel dar – nicht den Gewinn. Die Einnahmen entstehen z. B. bei Immobilien aus monatlichen Mieterträgen, bei Schiffen durch die Chartererträge oder durch Leasingraten bei Containern. Außerdem entstehen Einkünfte zu einem geringen Teil aus Zinseinnahmen der Barmittel. Zu den Ausgaben zählen vor allem Zinszahlungen und Tilgungen für Darlehen, Betriebskosten, das Bilden von Rücklagen für Instandhaltungen, Renovierungen oder Erneuerungen, Vergütungen für Behörden, Treuhänder und Geschäftsführer.

Ein sinnvoller Vergleich der prognostizierten Ausschüttungen verschiedener Fonds ist schwer möglich, da die Konzeptionen und Fondsprioritäten unterschiedlich gesetzt werden. Manche Initiatoren rechnen ihre Fonds künstlich schön, zum Beispiel bei den angenommenen



Das muss auch
der Makler wissen.
Die große Know-how
Zeitschrift für den
ETF-Markt.

Bestellen Sie die ersten 5
Ausgaben 2008/2009 zum

Sonderpreis
von nur 20,- Euro inkl.
7% MwSt zzgl. Versand

bei
info@bhm-marketing.de

BHM | Fachmedien Verlag

■ Geschlossene Fonds

Mietsteigerungen bei Immobilien durch eine hohe Inflationsrate oder Schiffsfonds durch die Annahme zu hoher Anschlusschartern bzw. zu niedriger Betriebskosten. Private-Equity-Fonds haben meist keine nennenswerten Ausschüttungen, da erst am Ende der Laufzeit durch den Verkauf der Unternehmen die Gewinne realisiert werden.

■ Renditeprognosen

Das Herzstück eines Prospekts ist die vom Initiator kalkulierte Prognoserechnung. Sie schätzt, wie sich der Fonds in den Jahren bis zur geplanten Auflösung entwickelt.

Kritiker der Rechnungen halten sie für wertlos, da die Prognose nie hundertprozentig eintreffen kann. Die Kritik ist ungerecht und deutlich überzogen: Mit realistischen und konservativen Annahmen haben die Prospektprognosen durchaus Aussagekraft. Dann können Anleger und Berater die Prognose richtig einschätzen.

Es gibt dabei eine Reihe von Einflussfaktoren auf die Konzeption von Fonds – die so genannten Stellschrauben. Am Beispiel eines Schiffsfonds finden Sie nachstehend die aus unserer Sicht bei der Konzeption wichtigsten „Stellschrauben“

1. Charraten (Annahme der Anschlusscharter nach Auslauf der Erstbeschäftigung)
2. Betriebskosten (Absolute Höhe und Steigerung in Folgejahren)
3. Wechselkurs (bei Schiffen ist der USD die Hauptwährung – welche Kursentwicklung wird prognostiziert?)
4. Wiederverkaufserlös (bei einem Sachwert wie dem Schiff ist die Annahme des Wiederverkaufserlöses oft entscheidend für eine attraktive Rendite)
5. Zinsannahmen (wie Wechselkurse unvorhersehbar)
6. Befrachtungskommission (kann zwischen 1,25% und 7,5% der Charterrate betragen)
7. Einsatztage (mit wie vielen Betriebs-tagen wird kalkuliert? 365 Tage oder 355 Tage p.a.?)
8. EK/FK-Verhältnis (je höher die FK-Quote, desto höher die Renditeaus-sichten bei ordnungsgemäßem Verlauf – dafür steigt mit der FK-Quote das allgemeine Anlagerisiko erheblich)
9. Hypothekelaufzeit
10. Zinsertrag auf Liquidität

Ein Blick auf die Liquiditätsreserven, die das Sicherheitspolster des Fonds darstellen, ist aussagefähig. Konservativ planende Initiatoren legen mindestens zwei Prozent der Investition zurück.

5. Wie finde ich den richtigen Fonds für meine Kunden?

Es gibt keinen Königsweg bei der Auswahl des „richtigen“ Fonds.

Grundvoraussetzung für die sach- und bedarfsgerechte Auswahl von Geschlossenen Fonds ist ein umfassendes, allgemeines ökonomisches Fachwissen.

Darüber hinaus sollte auch grundlegendes Wissen über die einzelnen Bereiche Geschlossener Fonds vorliegen. Wer nicht weiß, wie sich die Betriebskosten bei Schiffen zusammensetzen oder nicht weiß, was eine Befrachtungskommission ist, sollte die Finger von der Vermittlung und Beratung von Schiffsfonds lassen.

Neben Fachwissen muss bekannt sein, was der Kunde unter Risiko versteht und wie viel Risiko der Anleger zu tragen bereit ist. Risikoneigungen und Anlageprioritäten des Kunden sind die Grundlage der Anlageempfehlung. Gesunder Menschenverstand, Fairness und die Hinzuziehung externe Analysen und Fondsbesprechungen sind weitere Voraussetzungen für eine gute und erfolgreiche Beratung.

Doch Vorsicht! Verlassen Sie sich nie auf die Qualität einer Ratingagentur oder eines Analysten allein. Auch Analysten sind keine eierlegenden Wollmilchsäue, die alles und jeden analysieren können. Oft genug überschätzen oder verschätzen sich diese genauso wie die von diesen kritisierten Initiatoren. Gerade die großen Ratingagenturen arbeiten meist mit vorgefertigten Rastern, Mustern und Kennzahlen, in die nicht jedes individuelle Fondskonzept hineingepresst werden kann. Daraus sind schon die abstrusesten Urteile entstanden.

Außerdem sind auch bei einigen Analysten, Kritikern und Presseorganen nicht alle Seilschaften, Intentionen, Abhängigkeiten und Interessenkonflikte bis hin zu bewusst „wettbewerbsorientierten“ Gefälligkeitsanalysen für jeden erkennbar.

Besser ist es, sich nicht auf eine Besprechung aus einem Hause zu verlassen, sondern drei bis vier externe Beurteilungen zu Rate zu ziehen.