



IMMOBILIENFONDS

Worauf es bei Wohnungen ankommt

von Heike Schwerdtfeger
10. Juli 2024

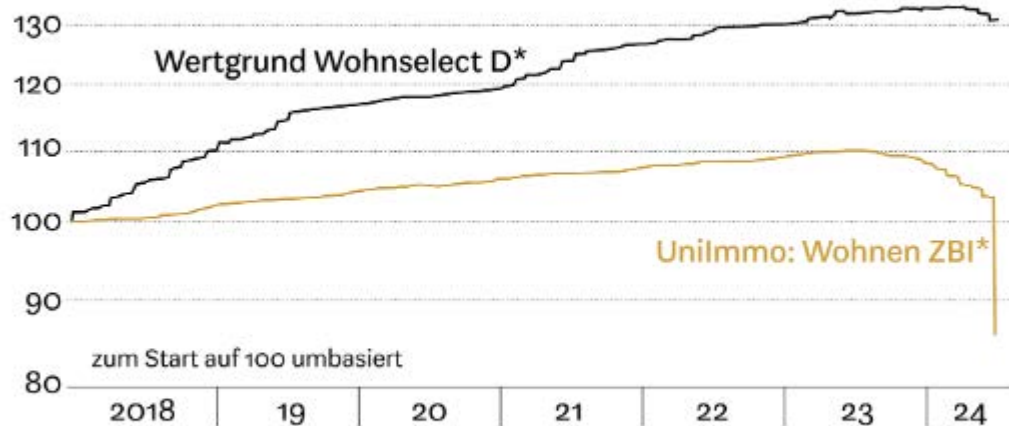
**Ein Wohnimmobilienfonds wurde 17 Prozent abgewertet,
ein anderer hält sich noch gut. Wo die Unterschiede liegen
– und was das für Anleger bedeutet.**

Ein Chart sagt mehr als tausend Worte. Das gilt nicht nur für Aktien, sondern auch für zwei offene Immobilienfonds, die Anlegergelder in deutsche Wohnimmobilien investieren. Beim „Wertgrund Wohnselect“ entwickelt sich die Kurskurve stärker nach oben, in diesem Jahr sinkt der Kurs leicht um 1,6 Prozent (siehe Chart). Beim anderen Wohnimmobilienfonds, dem „Unilmmo: Wohnen ZBI“ steigt die Kurve sehr schwach und stürzt Ende Juni 2024 ab. Anleger verzeichnen seit Jahresbeginn einen Verlust von 20 Prozent. Für Immobilienfonds, die häufig als sichere Anlage verkauft werden, ist das dramatisch.

Dennoch ist der Preisabschlag nicht einzigartig. Auch nach der Finanzkrise wurden manche offenen Immobilienfonds ähnlich stark abgewertet. Sie waren dann meistens schon geschlossen, zahlten mangels Liquidität kein Geld an Anleger aus und wurden aufgelöst. Das ist ein sehr langwieriger Vorgang. Bei manchen dauert der Verkauf aller Immobilien bis heute.

■ WOHNUNGEN IM DEPOT

Vergleich der Immobilienfonds Wertgrund Wohnselect und Unilmmo: Wohnen ZBI



* Performance-Chart: Ausschüttungen reinvestiert;
Quelle: Bloomberg; **Grafik:** Konstantin Megas

■ **Wirtschafts**
 ■ **Woche**

Kündigungsfristen und Mindesthaltedauern sollten diese Not-Szenarien eigentlich verhindern. Ob das glückt, steht noch nicht fest. Anbieter Union Investment glaubt genug Liquidität zu haben, um flüchtende Anleger auszuzahlen.

Aber warum kommt es bei Wohnbauten in [Deutschland](#) zu zwei so völlig unterschiedlichen Ergebnissen? Oder droht dem Wertgrund-Fonds ebenfalls noch ein Absturz? Auszuschließen sind Abwertungen von Immobilien nie. Es gibt aber ein paar Gründe, die dagegen sprechen. Konjunkturelle Probleme, Änderungen bei den Zinsen können die Erwartungen und Datenlage der Sachverständigen verändern, auf deren Grundlagen sie ihre Bewertungen aufstellen. Und ganz entscheidend ist jetzt, ob Anleger Fondsanteile kündigen und ihr Geld zurückfordern.

1. Unterschiedliche Kaufzeitpunkte

Während der Wertgrund-Fonds bereits seit April 2010 am Markt ist und schon seit 14 Jahren nach und nach häufig große Wohnblöcke gekauft hat, startete der Unilmmo: Wohnen ZBI erst im Jahr 2017. 2010 waren Wohnungen noch vergleichsweise günstig, 2018 waren sie schon teuer. Bundesweit haben sich die Preise laut dem Statistischen Bundesamt (Destatis) für Ein- und Zweifamilienhäuser sowie Eigentumswohnungen zwischen 2010 und 2022 um rund 94 Prozent verteuert – also fast eine Verdopplung des Preises. Und in manchen Metropolen stiegen die Preise schneller. In München galten im Jahr 2010 Kaufpreise von 4000 Euro pro Quadratmeter als hoch, 2018 lagen die Quadratmeterpreise im oberen Wohnsegment bei 7300 Euro, 2023 sogar schon bei über 10.000 Euro. Seit dem vierten Quartal 2022 sinken die Wohnungspreise wieder leicht.

Gründe für die Preissprünge benannte die Bundesbank schon in einem Monatsbericht 2013: konjunkturelle Belebung, niedriges Zinsniveau, hohe Beschäftigung und eine neue Zuversicht in die Leistungsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Zuvor war die Stimmung noch gedrückt, damals hatte die Staatsschuldenkrise in Griechenland und anderen südeuropäischen Staaten den Immobilienmarkt belastet.

Neben den unterschiedlichen Kaufzeitpunkten gab es auch regionale Unterschiede. Wertgrund blieb in Deutschland aktiv, der Unilmmo investiert inzwischen auch in den Niederlanden und Österreich etwa in verschiedene Projektentwicklungen in Den Haag, Linz und Graz, die in den nächsten Jahren fertig werden, aber auch in Wien. 2013 gab es Preissteigerungen vor allem in Großstädten, erst später stiegen die Preise auch in den mittelgroßen Städten.

2. Geduld statt Gier beim Geldeinsammeln

Der Anbieter Wertgrund hatte sich das Ziel gesetzt, jährlich nicht mehr als 50 Millionen Euro bei Anlegern einzusammeln. Die Gelder wurden abgerufen, wenn das Management am Markt Immobilien fand, die sie als gute Gelegenheit eingestuft hatten. Insgesamt über die Jahre hat das Haus vielleicht eine halbe Milliarde Euro eingesammelt. Thomas Meyer, Chef von Wertgrund und lange im Immobiliengeschäft, sagte der WirtschaftsWoche schon im Jahr 2014: „Es ist schwer, an bezahlbare Objekte zu kommen.“ Das wiederholt er seitdem regelmäßig. Der Fonds sammelte zwischenzeitlich kein Geld ein, weil er es nicht investieren konnte. 2017 wurden stattdessen Wohnblocks für 160 Millionen Euro mit so hohem Gewinn auf den Buchwert verkauft, dass Anleger in einem Jahr mit dem Immobilienfonds 23 Prozent verdienten. Der Gewinn aus dem Verkauf wurde damals an Anleger ausgeschüttet. Aktuell hat das Portfolio noch 21 Immobilien im Bestand.

Wertgrund hat in diesem Jahr einen neuen Fonds gestartet, den Wertgrund Marktchancen Wohnen D. Investieren will der Fondsanbieter bei dem neuen Fonds vor allem in Wohnungsprojekte, die unter Druck geraten sind und jetzt von insolventen Projektentwicklern oder Insolvenzverwaltern verkauft werden. Da die Anleger die Expertise von Wertgrund anscheinend schätzen, könnten sie eigentlich auch in den bestehenden älteren Wohnselect investieren. Das neue Produkt bekommt mitunter Gelder, die der alte jetzt gut gebrauchen könnte, um ebenfalls gesunkene Preise für Neukäufe zu nutzen oder durch eine so genannte Nachverdichtung im Bestand mehr Rendite zu erzielen. Dass die Anleger lieber einen neuen Fonds besparen, statt den alten, zeigt: Die Sorge ist groß, dass der alte Fonds viele Verkäufe abwickeln muss, um Anleger auszuzahlen.

Der Unilmmo: Wohnen ZBI, der erst 2017 startete, sammelte Milliarden Euro ein, die in 1001 Mehrfamilienhäuser und Wohnblocks investiert wurden. Die Fondsgesellschaft Union Investment kaufte 2019 rund 16.000 Wohnungen des chinesischen Investors BGP in Berlin, Köln und Hamburg. Der Umfang wurde einst von Reuters auf zwei Milliarden Euro geschätzt. „Die BGP Gruppe verfügt über eine hervorragend aufgestellte Plattform zur effizienten und nachhaltigen Bewirtschaftung von Wohnimmobilienbeständen“, erklärt Jörg Kotzenbauer, der die Konzernentwicklung von Union Investment leitet und seit der Partnerschaft mit dem Immobilienspezialisten ZBI aus Erlangen auch dessen CEO ist. Ende 2016 sollen die Chinesen für die Wohnungen nur etwa 1,2 Milliarden Euro gezahlt haben, hieß es damals.

Union-Investment-Chef Hans-Joachim Reinke freute sich in einem Interview mit der Börsenzeitung schon im Juli 2017: „Damit werden wir Ende Juli den größten offenen Wohnimmobilienfonds in Deutschland haben.“ Und das funktioniert, weil „ZBI mit ihrer herausragenden Expertise auf diesem Gebiet einen Superjob macht“. Genau deshalb habe man sich zusammengetan. „Perspektivisch streben wir ein jährliches Neugeschäft von 300 bis 400 Millionen Euro an. Nachdem sich das von uns verwaltete Immobilienvermögen bisher auf die Nutzungsarten Büro, Einzelhandel und Hotel verteilte, erreichen wir so eine zusätzliche Diversifizierung und eröffnen den Kunden der Volksbanken und Raiffeisenbanken neue interessante Anlagechancen.“

Der Asset-Manager aus Erlangen, den Union Investment als Partner eingesetzt hatte, die ZBI Zentral Boden Immobilien Gruppe, war ebenfalls kein Riese. Sie hatten damals sieben geschlossene Immobilienfonds am Markt, mit insgesamt rund 977 Millionen Volumen. Da waren die Milliarden, die Volksbanken und Raiffeisenbanken plötzlich Richtung Erlangen schaufelten, schon ein anderes Kaliber. Union Investment hatte sich damals auch an ZBI beteiligt. Außenstehende betrachten das jetzt als Fehler.

Die Franken traten selbstbewusst auf: „Der Einkauf legt die Basis für die Rendite der Fonds: Hier darf es keine Fehler geben“, sagte Mark Münzing, damaliger Vorstand Einkauf und Finanzierung bei ZBI im Performancebericht 2017 des Hauses. Münzing hat sich später mit einer eigenen Immobiliengesellschaft in Berlin selbstständig gemacht. Die Fehler beim Einkauf des Fonds wurden erst später offensichtlich. Die jüngste Abwertung des gesamten Bestandes bedeutet für die meisten Anleger zweistellige Verluste.

3. Unterschiedliche Sachverständige

Maklerhäuser wie CBRE, BNP Paribas Real Estate oder [JLL](#) haben den Bestand des Uni Immo: Wohnen ZBI als externe Bewerter unter die Lupe genommen, die Ankaufsbewertung stammte teilweise von kleineren Häusern, die sich auch als Wirtschaftsprüfer und Steuerberater anbieten. Die Bewertung war auf viele verschiedene Anbieter verteilt, das fällt beim Blick in die Jahresberichte des Fonds auf. Die Bewerter teilten allerdings mit, dass sie sich aufgrund des Vertragsverhältnisses nicht zur Bewertung äußern dürfen.

Dies übernahm dafür der Sprecher von Union Investment: Für die Ankaufsbewertungen der Immobilien würden andere Sachverständige eingesetzt, so dass die Bewertungshäuser für die Ankaufsbewertung und die laufende Bewertung nicht identisch seien. Man habe auch für die Ankaufsgutachten renommierte Bewertungshäuser beauftragt. Die jeweiligen Bewerter müssten auch bei der Finanzaufsicht BaFin zertifiziert und gemeldet werden und gewisse Anforderungen erfüllen. Sie seien alle nach DIN ISO 17024 zertifiziert oder erfüllten die

Anforderungen einer Vereinigung von Immobilienexperten, die sich besondere Standards auferlegt hat (RICS, Royal Institution of Chartered Surveyors). Die Zertifizierung nach DIN ISO/IEC 17024 erfolgt über eine privatrechtliche Zertifizierungsstelle.

Bei anderen Fonds sind üblicherweise vor allem öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige mit der Bewertung beauftragt. Sie werden durch Institutionen wie Industrie- und Handelskammer, Architektenkammer oder Ingenieurkammer auf Grund eines Gesetzes bestellt und vereidigt. Sie sollen dadurch besondere Sachkunde, Unabhängigkeit, Unparteilichkeit und Vertrauenswürdigkeit nachgewiesen haben. Die Bezeichnung „Sachverständiger“ allein bietet keine Gewähr für Qualität, denn sie ist gesetzlich nicht geschützt.

Union Investment sieht das anders. Für sie ist die Bewertungsqualität gesichert. So wurden stets zwei unabhängige Bewerter eingebunden. Der Wert der Grundstücke und Gebäude entstand aus dem Mittelwert der zwei Gutachten. „Die Bewertungsqualität ist durch die Vorgaben des KAGB und des Auswahl- und Steuerungsprozesses der ZBI-Gruppe gesichert“, so der Sprecher.

Nach dem Ankauf der Immobilien wurden die Immobilien mit dem gezahlten Preis in das Fondsdepot gebucht. Dann aber – so zeigt es der Kursverlauf des Fonds – blieb den Sachverständigen, die die Bewertung übernommen haben, kaum noch Luft für einen Wertzuwachs. Während der Kurs des Konkurrenzfonds Wertgrund Wohnselect weiter gestiegen ist, blieb der Zuwachs beim Unilmmo: Wohnen ZBI dürftig.

Die Bewerter haben nach Angaben von Union Investment immer das sogenannte Ertragswertverfahren angewandt. Es fließen Faktoren wie Zustand und Lage einer Immobilie in die Bewertung ein. Die Angebote potenzieller Käufer zeigten zuletzt, dass ein Verkauf aufgrund der Marktlage nicht zu den per Ertragswertverfahren ermittelten bisherigen Bewertungen erfolgen konnte, heißt es. Deshalb wurde die der gesamte Immobilienbestand des Unilmmo: Wohnen ZBI neu bewertet „unter Berücksichtigung der aktuellsten markt- und immobilien-spezifischen Erkenntnisse“, so der Sprecher von Union Investment. Dies führte zu dem deutlichen Kursabschlag.

4. Bezahlbarer Wohnraum statt Luxus

Beide Fonds investieren nicht in Luxus-Wohnungen, sondern in bezahlbaren Wohnraum, der auch dringend gebraucht wird. In weniger begehrten Vierteln kaufte Wertgrund, etwa am Berliner Nollendorfpfplatz oder in Münster-Coerde, und sanierte die Wohnblöcke. Aber auch dort stiegen die Preise. Später konzentrierte sich Wertgrund auf die Sanierung und Verdichtung des verbliebenen Bestands. Das ist günstig, weil etwa keine Grunderwerbsteuer mehr anfällt. So wurde ein Wohnhochhaus in Köln und eines in Wedel bei Hamburg saniert und dazu in Aachen, Ingolstadt und Köln investiert – aber eben nicht in den teuersten und hippsten Gegenden. Anfang 2022 hat Wertgrund erstmals rund 25 Millionen Euro in München investiert: in 52 Wohnungen mit Parkplätzen und acht Gewerbeeinheiten. Rund 350 neue Wohnungen könnten auf den jetzt noch freien Flächen des Fonds entstehen, sagt Fondsmanager Kemmer.

Union Investment investierte die Milliarden bundesweit und häufig sehr kleinteilig. Nach der Energiewende muss für die energetische Sanierung mehr Geld eingeplant werden, denn die Energieeffizienz wird bei der Bewertung von Immobilien wichtiger. Die Zeiten, in denen sich Immobilienmanager nicht besonders anstrengen mussten und die Preise gestiegen sind, sind auch bei Wohnungen vorbei. Und in Berlin ist es durch die Mietpreisbremse besonders schwierig, auskömmliche Renditen zu erzielen.

5. Was den Erfolg jetzt bremst

Die Zinsen sind mit 4,25 Prozent im Euroraum höher als die Rendite der Immobilienfonds. Die haben bei Minuszinsen Erfolge gefeiert und viel Geld eingesammelt. Das ist jetzt vorbei. Wichtig bei offenen Immobilienfonds: Die Mindesthaltefrist beträgt bei ihnen 24 Monate und die Rückgabefrist zwölf Monate. Da kaufen viele Anleger lieber Anleihen, die sie jederzeit über die Börse verkaufen können. Auch die Immobilienfonds werden an der Börse gehandelt und können theoretisch dort auch ohne Kündigungsfrist abgegeben werden, aber nur zu den aktuellen Preisen. Die sind häufig viel niedriger als der offizielle Preis der Fondsgesellschaft. Anleger, die nach der Abwertung des Unilmmo: Wohnen ZBI aussteigen wollten, mussten an der Börse noch weitere Abschläge in Kauf nehmen. Es ist wichtig, dass sich Anleger Kurslimits setzen.

Über den weiteren Erfolg bestimmt auch der Mietertrag. Wertgrund hat auch Sozialwohnungen im Bestand, die ein relativ stabiles Geschäft sind. Rückhalt aus der Politik gibt es für das Wohnsegment, weil die Bundesregierung den hohen Bedarf decken will und dazu private Investoren braucht. Deshalb kann sich auch der Unilmmo: Wohnen ZBI

erholen, sollten die jetzt abgewerteten Immobilien im Bestand bleiben. Ziehen viele Anleger Geld ab, müssen die Fonds allerdings zu den gedrückten Werten verkaufen. Wertgrund hat aus dem Wohnselect jüngst eine Immobilie in Dresden verkauft, und das zu einem Preis, der zwar 1,9 Prozent unter dem letzten Sachverständigenwert lag. Aber die Immobilie hatte über mehr als ein Jahrzehnt ein Plus von 68 Prozent erzielt. Bei einem zweiten Objekt, das verkauft werden soll, gibt es laut Kemmer bereits einige Interessenten. Um Anleger auszuzahlen, würde es bis Frühjahr 2025 reichen, insgesamt drei Objekte zu verkaufen, sagt er. Und Kemmer will sich auch nicht von den besten Gebäuden im Bestand trennen.

Das sind gute Nachrichten für die Anleger, die bleiben. Fest steht aber, dass die Immobilienfonds noch weiter Nervenkitzel bieten werden. Und genau den wollten Anleger mit ihnen eigentlich vermeiden.



Heike Schwerdtfeger

Korrespondentin Finanzen & Immobilien
(Frankfurt am Main)