UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Ratings geschlossener Fonds

Premiumstufe 1+2

fairvesta: Mercatus X - WIDe Wertimmobilien: Premium Fonds 1 - Project Fonds: Reale Werte 12 - ZBI: Professional 7 - Project Fonds: Reale Werte 11

Qualitätsstufe

Kapitalpartner Konzept: Campus Bremen - DPF Emissionshaus: Seniorenzentrum Herkenrath - Industriefinans Real Estate: Berlin Selektion 02 - Primus Valor: Immochance 5 Renovation + - Fondshaus Hamburg: Aktiv Select Deutschland II

Durchschnittsstufe

Hahn Gruppe: Pluswertfonds 159 - GF Gesellschaft für Konzeption: Regio Flex Fonds 1 - Hamburg Trust: Forum-Park Officer - BVT: Real Rendite Fonds Nr. 1 - Fondshaus Hamburg: Immobilien 14 - Wealth Management Capital: Immobilien Deutschland 34 - Sontowski & Partner: Regio Fonds Süddeutschland 8 - Wealth Management Capital: Immobilien Deutschland 33 - Wölbern Invest: Deutschland Fonds 05 - First Invest: Deutsche Lebensmittelmärkte 01 - Habona Invest: Fonds 03 - UBG Unternehmensberatungsgesellschaft: Mezzanine Fonds 1 - MPC Capital: Deutschland 11 - Jost Vermögensverwaltung: SLC 2 Student Living Center - Kristensen Invest: Private Invest 03 - Real I.S.: Bayernfonds Deutschland 23 - ZBI: Vorsorge Plan Wohnen 1

Unterdurchschnittsstufe

Signa Property Funds Deutschland: Signa 13 The Cube - Hannover Leasing: Grüne Mitte, Essen - IFK: Sachwertfonds Deutschland 2 - Hesse Newman Capital: Classic Value 6 - Sachsenfonds: Deutschland V - Hesse Newman Capital: Classic Value 4 - Real² Vermögensanlagen: Realwertfonds Rheinland - Fondshaus Hamburg: Immobilien 12 Studieren & Wohnen - Deutsche Fonds Holding: Immobilienfonds 98 - LHI Leasing Immobilienfonds: TU Berlin - Hamburg Trust: Domicilium 7 Hamburg Trust: Domicilium 9 - DWS Finanzservice: Access Wohnen 3 - Deutsche Fonds Holding: Immobilienfonds 97 - E&P Real Estate: Sachwertfonds 123

Nicht bewertbar

Actiba Fonds AG: Immobilien Süddeutschland - Artprojekt: Wohnbaufonds Berlin-Potsdam - Dresdner Nachhaltigkeitsfonds UG: Green Power City Ressort - Ecorab Private Real Estate: Wohneigentum in Deutschland - Eurix: PropFund Germany 2 - Eurix: PropFund Germany 3 - Euro Grundinvest: Deutschland 17 - fonds[id] Emissionshaus: Deutsche Immobilienrendite - Immovation Immobilien Handels AG Immobilien Handel 3 - Monumentreal Estate: Monumentreal Wohnbau Fonds - Next Generation Fonds: Einzelhandelsfonds Deutschland 1 - Next Generation Funds: Immofonds Hochschule München - One Capital Emissionshaus: ProReal Deutschland Fonds - United Investors Metropolitan Estates Berlin - Ventafonds: Parkhotel Bad Oeynhausen

Problemstufe

United Investors: Deutsche S&K Sachwerte Nr. 2

Performance Deutscher Immobilienfonds 2013

Gegenstudie zur Finanztestanalyse vom Dezember 2012

CHECK-REPORT Nr. 3/13
April 2013

UNTERNEHMENSANALYSE
STEPHAN APPEL

CHECK

Das CHECK-Bewertungssystem beruht auf einer 15jährigen, stetigen Vertiefung zur differenzierten Analyse der Risikoanfälligkeit und den Renditechancen von Unternehmensbeteiligungen. Der Autor analysierte und bewertete seit 1991 ca. 1.000 geschlossene Fonds. Zuvor arbeitete der examinierte Betriebswirt in den Bereichen: Printmagazine und Presseagenturen sowie Fernsehanstalten wie dpa, Stern, ZDF, NDR, nachdem er Philosophie, Deutsch und Geschichte/Politik mit dem 2. Staatsexamen abgeschlossen hatte.

Wichtiger Hinweis: CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit geschlossener Fonds. Auch eine positive Benotung bedeutet keine Gewähr gegen das **Verlustrisiko**. Unternehmensbeteiligungen der hier untersuchten Art sind keine sicheren Geldanlagen im Sinne eines Pfandbriefs, einer Festgeldanlage oder eines Sparbuchs. CHECK wertet Informationen des Angebotes zum **aktuellen Zeitpunkt** der Emission aus.

Deutsche Immobilienfonds bewerten: eine Erwiderung

Präambel

In der Finanztest-Analyse vom Dezember 2012 "Trotz Pleiten sehr beliebt" werden nach CHECK-Einschätzung eine Reihe von geschlossenen Immobilienfonds zu Unrecht als "zu riskant" abgewertet. Andere Immobilienfonds genießen bei Finanztest dagegen ein mäßig befriedigendes oder ausreichendes Urteil. Deren Risiko-Chancen-Relation stuft CHECK jedoch anders ein. In vielen Fällen, insbesondere im Segment "Blind Pool", kommt CHECK zu anderen Bewertungen als Finanztest. Bei der Gewichtung der Kriterien wie Transparenz, Wahl des Abschlussprüfers, Beiratsstellung, stimmt CHECK mit Finanztest grundsätzlich überein.

Kriterienraster für 58 Immobilienfonds

CHECK hat das von Finanztest angewandte Kriterienraster auf Marktgerechtigkeit hin untersucht. Finanztest hat 58 aktuelle Immobilien-Beteiligungsangebote nach einem Schema eingestuft, das den Besonderheiten einzelner Fonds nicht gerecht wurde (Beispiel = Blind Pools zu riskant, FK-Quote über 50 %). Einen Mangel an dem Finanztest-Schema erkennen wir z. B. daran, dass einige als "Blind Pools" eingestufte Fonds faktisch keine Blind Pools mehr waren/sind. Sie waren/sind (teilweise) investiert und/oder sie verfüg(t)en über eine konkrete Objektpipeline, die zur Investition bereit stand (steht) und den selbstgesetzten Investitionskriterien genüg(t)e. Blind Pools erwerben mit Einzahlungsfortschritt ein Fondsportfolio. Dieses ist nicht deswegen risikoreicher, weil es erst nach Prospektveröffentlichung konkretisiert wurde. Auch wenn das Portfolio eines Blind-Pool-Gesamtfonds (noch) nicht abschließend fest steht: in der Regel kann die sich abzeichnende Ertragsstärke der bereits akquirierten Objekte hinreichend eingeschätzt werden.

Risikogewichtung von Blind Pools

Die Übergewichtung des Blind Pool-Risikos halten wir für unangemessen. Denn im Einzelfall kann ermittelt werden, dass sich die Objektpipeline des Initiators noch während der Platzierungs- und Investitionsphase zum Vorteil der Investoren an den Immobilienmarkt anpassen kann, z. B. bei fallenden Kaufpreisen oder beim Abschluss höherer Mieten. Der flexiblere Investitionszeitpunkt ist insbesondere bei "Opportunity"-Immobilienkäufen aus Sondersituationen vorteilhaft. Allerdings ist der Zugang zu Sondersituationen nur wenigen, gut vernetzten, kapitalstarken und erfahrenen Immobilienmanagern zugänglich. Diese Deals funktionieren zudem nur, wenn zügig und diskret abgewickelt wird. Darunter sind Übernahmen von in Probleme geratenen Immobilienfonds, die aus der Finanzierung "gelaufen" sind und von Banken, Kommunen, Institutionellen abgeschrieben wurden. Verkäufer dieser Provinienz wollen bei der Abgabe ihrer Bestände nicht als "Liquidatoren" am Pranger stehen. Käufe aus Sondersituationen können mit erheblichen Einkaufsvorteilen verbunden sein. Gerade die Anbieter dieser Fonds können aus Risiko- und Renditeaspekten besonders interessant sein.

Hohe Anforderungen an die Mittelverwendungskontrolle

An Blind Pools sind die Transparenz- und Mittelverwendungskontrollanforderungen, um platzierungswürdig zu sein, besonders hoch. Plausibel ist eine Performanceprognose dieser Fonds nur dann, wenn höchste Professionalität und Expertise mit einer verlässlichen (unabhängigen, möglichst durchgängigen) Mittelverwendungskontrolle kombiniert werden.

CHECK-Risikogewichtung des Fremdkapitalanteils

Bei Immobilienfonds bewerten wir das

Kernpunkte der CHECK-Immobilienvergleichs-Gegenstudie

- **Die Qualität der renditestarken Fonds wurde von der Finanztest-Analyse nicht erfasst**
- **Jeder Fonds hat sein individuelles Risiko-Chancen-Potenzial - Finanztest-Quotenraster ungeeignet**
- **Anlegergerecht strukturierte “Blind Pools” sind den meisten “Halten & Verwalten”-Fonds überlegen**
- **10 Fonds liegen über dem Durchschnitt, 17 Fonds im Durchschnitt, 15 unter dem Durchschnitt, 15 sind nicht bewertbar, (mindestens) einer gehört in die Problemstufe**
- **Das obere Quartil der Angebote schneidet mit einer CHECK-Vorsteuer-Rechenrendite über 5 % p. a. ab**
- **Das untere Quartil der Angebote schneidet mit einer CHECK-Vorsteuer-Rechenrendite unter 4 % p. a. ab**
- **Die Top-10 der Angebote kommt auf eine CHECK-Vorsteuer-Rechenrendite über 6 % p. a. , die Last-10 unter 3,5 % p. a.**

Verhältnis des FK-Anteils zum Verkehrswert und nicht nur den Kaufpreis. Bei einer Loan-to-Value-Betrachtung des Verkehrswertes wird das Verschuldungsrisiko am besten deutlich. Wenn der FK-Anteil 80 % zum Verkehrswert erreicht, ist der Spielraum für die Abfederung eines Markteinbruchs gering. Wenn diese Quote dagegen nur 50 % zum Verkehrswert ausmacht, können die Preise ohne Risiko um 20 % nachgeben. Ist der Kaufpreis auf Marktniveau des Verkehrswerts, sind die Wertreserven bei einem Werteinbruch des Marktes gering. Liegt der Einkaufspreis deutlich unter dem Verkehrswert (siehe Premiumstufe), bestehen hohe Wertreserven. Bei Aufnahme von nominal 70 % FK liegt der Verschuldungsgrad bezogen auf den Verkehrswert unter 50 %.

Beispiel "vermindertes" Blind Pool-Risiko

Die Investition in eine Projektentwicklung eines Wohnprojektes in einem hochpreisigen Wohnviertel im Hamburger Norden mit Nachfrageüberhang (Project Reale Werte) kann eine niedrigere Risikostruktur aufweisen, als ein durchinvestiertes Einzelhandels- und Bürocenter in einer deutschen Großstadt (das alle geforderten Finanztest-"Quoten" eines Bestandsfonds erfüllt), das jedoch mit einem hohen Kaufpreisfaktor des 17,57-fachen an den Markt geht und bei 12jähriger Laufzeit mit dem 16,07-fachen beim Verkauf kalkuliert (Hamburger Einkaufscenter Hamburger Straße, Bayernfonds Deutschland 23). Auch der Erfolgsentwickler ECE kann nicht zaubern und aus einem Durchgangscenter in einem stark befahrenen Mischgebiet eine Einkaufsperle erzwingen (die Gestaltung des ECE-geführten Alstertaleinkaufscenters AEZ im Hamburger Speckgürtel Poppenbüttel war dagegen sehr erfolgreich). Beide Konzepte können grundsätzlich tragfähig sein. Doch die Risikostruktur des "Blind Pools" ist fallweise bei Wohnbaufonds vorteilhafter als bei dem Einkaufscenter.

Blind Pool-Risiko Produktauswahl

Ein Blind Pool-Risiko kann bei der Produktauswahl dann entstehen, wenn der Markt "wegläuft" und das Konzept nicht (mehr) aufgeht. So kann es z. B. einem Einzelhandelsmärktefonds-Blind Pool nicht gelingen, das Fondsportfolio mit investitionsgerechten Projekten zu füllen (Anstieg der Preise, schlechtere Konditionen). Das Blind-Pool-Konzept kann jedoch geändert und an den Markt angepasst werden.

Platzierungsrisiko

Ein Platzierungsrisiko ist bei einem Blind Pool grundsätzlich ebenso gegeben, wie bei einem Bestandsfonds. Gleichwohl sind die Folgen erfahrungsgemäß bei einem Bestandsfonds problematischer. Kann der Blind Pool seinen Portfolioansatz reduzieren, hat ein Bestandsfonds angesichts einer Reihe bereits geschlossener Verträge höhere Herausforderungen zu bewältigen (z. B. Ausdehnung/Erhöhung teurer Zwischenfinanzierungen, Rückabwicklung, Vertriebsstop, Übernahme durch Eigenfinanzierung: Beispiel Wölbern Deutschland Fonds V). Der Blind-Pool verliert bestenfalls seine risikominierende Streuung oder er stellt den Vertrieb ein (ohne Anlegerverlust sofern eine verlässliche Mittelverwendungskontrolle in Kombination mit einer alle Einzahlungen abdeckenden Rückabwicklungsregelung vorhanden ist). Einen Vertriebsstop erfuhren wir z. B. bei: Artprojekt Wohnbaufonds Berlin-Potsdam, Dresdner Nachhaltigkeitsfonds: Green Power City Resort. Oder ein größerer Initiator übernimmt und strukturiert den Fonds neu, z. B. Industriefinans Berlin Selektion 02.

Relativierter Blind Pool

Ein "relativierter" Blind Pool (u. a. "Deutsche Lebensmittelmärkte Fonds 01" oder "Industriefinans Berlin Sektion 02") kann insgesamt besser dastehen, als ein Objektfonds, der von Beginn an in ein konkretes Fachmarktzentrum investiert, jedoch zum Projektentwicklungszeitpunkt zum 13,57-fachen investiert (Beispiel Fachmarktzentrum Delmenhorst) und für seine Ausschüttungsprognose auf einen hohen Exitfaktor/Anschlussvermietung angewiesen ist. Bei längeren Laufzeiten steigt auch das Risiko, dass die Kosten-/Inflationsentwicklung den Erwartungen zuwiderläuft. Im Einzelfall kann nur eine Marktanalyse zeigen, ob das örtliche Nachfragepotenzial (Infrastruktur, Bevölkerungsentwicklung, Kundenfrequenz, verfügbares Einkommen) die gesetzten Wertsteigerungsannahmen rechtfertigt. In allen Fällen, in denen nur eine Marktrecherche Einblick in das Entwicklungspotenzial ermöglichte, haben wir unsere Einschätzung mit Maklerangaben und persönlichen Gesprächen mit Marktteilnehmern und Standortrecherchen unterlegt. Wenn wir bei den Kostenprämissen und z. B. den Verkaufsannahmen aus unserer Sicht zu optimisitische Annahmen vorfanden, setzten wir ein (etwas) konservativeres Szenario an, z. B. bei Kapitalpartner Konzept: Campus Bremen.

Vorgehensweise

Erforderlich war, jeden einzelnen Fonds näher zu betrachten. In der vergleichenden Analyse ermittelten wir für jeden Fonds eine eigene Risiko-Chancen-Struktur, die sachgerecht nur individuell bewertet werden kann. Die Beschränkung auf Ausschlusskriterien ab bestimmten Rechenquoten hätte zu Fehleinschätzungen geführt wie z. B. bei Finanztest eine Investitionsquote unter 90 %, eine Finanzierungsquote über 50 % oder ein Vermietungsstand unter 90 %. Die Würdigung von Sonderfaktoren wie standortspezifische Ein- und Verkaufsfaktoren, Gewerbe, Wohnen, Projektentwicklung, Objektstreuung, Standortbesonderheiten, Mietermix, Kauf aus Sondersituationen, Handelsorientierung, Refinanzierungs-, Handelsfondskonzepte, Vermietungspotenzial unvermieteter Flächen und die Marktgängigkeit beim Verkauf verlangten eine individuelle Risikogewichtung. Die leitende Fragestellung: Sind die Ergebnisannahmen auf Basis der gewählten Prämissen plausibel?

fairvesta Mercatus X hat zügig platziert und investiert. Der Platzierungsstand liegt auskunftsgemäß zurzeit bei über EUR 178,6 Mio. Der Investitionsgrad beträgt ca. 70 %, nachdem dieser Anfang 2013 vorläufig auf ca. 50 % gesunken war. Die erweiterte Platzierung hatte Ende 2012 zu einem überdurchschnittlichen Kapitalzufluss in wenigen Monaten geführt. Per Stand März 2013 wurde deutlich günstiger eingekauft als prospektiert. CHECK-Einstufung: Premiumstufe 1

Beispiel vermindertes FK-Risiko

Fonds, wie z.B. der WIDe-Fonds mit gut gängigen Objekten in Dresden oder ZBI 7 in Berlin Charlottenburg erhöhen das Risiko nicht in dem Maße, indem die FK-Quote steigt. Die hohe Nachfragestruktur rechtfertigt einen höheren, zurzeit sehr günstigen Finanzierungshebel. Auch der völlige Verzicht auf Fremdkapital bei entsprechender Einkaufskompetenz kann zu überdurchschnittlichen EK-Renditen führen (fairvesta, Project). Ein erhöhtes Risiko einer hohen Fremdfinanzierungsquote erkennen wir im Einzelfall dann, wenn die Kaufpreisfaktoren im Marktvergleich "ausgereizt" sind. Dann steigt das Risiko, dass der Objektwert im Krisenfall unter den Beleihungswert sinken kann (mit den bekannten Folgen, z.B. EK nachschießen zu müssen).

Risikopuffer Verkehrswert

Das FK-Risiko kann in einem Seniorenresidenzfonds (Domicilium 9) mit einer Quote unter 50 % deutlich höher sein, als in einem Opportunityfonds, der bis zu 70 % finanziert, dessen Objekte jedoch durchschnittlich zu max. 60 % des Verkehrswertes eingekauft werden und deren Upsidepotenzial aus dem Umfeld nachweislich erkennbar ist (Beispiel WIDe Premium Fonds 1, ZBI Professional 7, fairvesta Mercatus X). Bei fairvesta werden überdurchschnittlich günstige Einkaufsfaktoren vereint mit dem Verzicht auf FK.

Gewichtung des Kostenrisikos

Bei der Gewichtung des Kostenrisikos berücksichtigen wir die kumulierten Gesamtkosten der gesamten Fondslaufzeit. Ein Kostenunterschied besteht zwischen aktiv gemanagten Opportunityfonds und Handelsfonds einerseits (Immobilienkäufe stehen noch nicht (alle) fest), und den Objektfonds (Immobilien und Investitionen stehen von Anfang an fest) andererseits. Die Fondsgeschäftsführung eines Objektfonds erzielt den Anlegerrückfluss durch "Halten und Verwalten" über eine längere Laufzeit von z. B. durchschnittlich ca. 10 Jahren. Auch wenn die jährlichen Kosten für das laufende Management p. a. geringer sind als bei einem Opportunityfonds, übersteigen kumuliert über die Laufzeit die Objektfondskosten der Bestandsfonds die der Opportunityfonds. Daher ist eine reine Jahresbetrachtung (siehe Finanztest) irreführend. Die Wertschöpfung bei Opportunityfonds kommt nicht aus der Haltedauer, sondern durch den "Turn-around" durch Renovierung, Neuvermietung, Neuverwaltung, Mietermixoptimierung, Kostensenkung und Diskretion bei der Abwicklung (der Verkäufer will sein Gesicht wahren). Die Kostengewichtung findet daher nicht auf Jahresbasis, sondern als Gesamtbetrachtung über die kumulierten Kosten statt. Bei einem lang laufenden Fonds schmälern diese in der Regel die kalkulierbare Rendite. Die CHECK-Kosten-Bewertung findet daher indirekt über die CHECK-Rechenrendite-Einstufung statt (Definition siehe S. 5).

Performancecontrolling von Opportunityfonds

Nur ein professionelles (Ver-) Mietungsmanagement ist in der Lage, Immobilien aus Sondersituationen erfolgreich zu günstigen Kosten zu überarbeiten und zum Verkehrswert an den Markt zu bringen. Der Gewinn kommt aus dem Exit. Die laufenden Mieterträge haben die Bedeutung der (zusätzlichen) Kostendeckung. Diese Fonds sind nicht auf "Halten und Verwalten" und eine Wertsteigerung über die Laufzeit angelegt. Für Opportunityfonds, so wie für Projektentwicklungsfonds, ist der frühe Verkaufszeitpunkt fester Bestandteil des Beteiligungskonzepts. Da der Performancebeweis teilweise aus Diskretionsgründen besonders schwer zu führen ist, hat CHECK für Blind Pools das Instrument des CHECK-Audits geschaffen: Wir nehmen im Rahmen des CHECK-Auditverfahrens Dokumenteneinsicht vor, um eine belastbare Aussage über An- und Verkauf, Laufzeit, aufgewendete Kosten und das Vermietungsrisiko vornehmen zu können. Dieses CHECK-Audit-Verfahren konnte bisher mehrmals umgesetzt werden und hat zu belastbaren Aussagen geführt. Negativbeispiel: Im Falle S&K (siehe Problemfonds) ist die Beantwortung unserer vor Jahresfrist gestellten Auditfragen ausgeblieben und unser Vorschlag an die S&K, ein Audit durch die international anerkannte WP-Gesellschaft Deloitte durchführen zu lassen, wurde nicht angenommen.

Risiko Vermietungsstand - Opportunityansatz versus Bestandsfonds

Opportunityfonds erzielen ihren Mehrwert durch kostenschonende Revitalisierungs- und Renovierungsmaßnahmen und durch Umstrukturierung des Mietermixes und der Verwaltung. Damit lassen sich Mietsteigerungen von bis zu 50 % erzielen (inkl. Vermietung unvermieteter Flächen). Das Ausgangsmietniveau der Opportunityfonds liegt in der Regel deutlich unter den Vergleichsmieten des Umfeldes (hohes Upsidepotenzial). Daher differenzieren wir beim Vermietungsstand. Welches Potenzial steckt in der Miete?

Risiko "Halten und Verwalten"

Eine Immobilie, die, schlecht verwaltet, 30 % Leerstand hat, die nach der Renovierung mit einer neuen Verwaltung und einem verbesserten Mietermix eine Mietanpassung an die örtliche Vergleichsmiete erreicht, genießt im Einzelfall eine höhere Bewertung als eine Immobilie, die – vollvermietet – auf Marktniveau zum Verkehrswert eingekauft wird und auf eine inflationsbedingte Wertsteigerung des Mietniveaus während der Laufzeit angewiesen ist, um den geplanten Management- und Anlegergewinn zu bedienen.

Finanztest

Trotz Pleiten sehr beliebt

Geschlossene Immobilienfonds. Sachwerte stehen hoch im Kurs. Doch nur 8 der 58 Immobilienfonds im Test sind befriedigend, 40 fallen durch.

Die Finanztest-Redakteure haben die "Blind Pools" von vornherein als "zu riskant" eingestuft. Aber gerade unter diesen Angeboten werden - seriös konstruiert - die typischen Risiken der "Core"-Immobilien vermieden.

"Exitkanal verstopft"

Die Risiken, dass sich z. B. der erwartete Inflationseffekt auf den Anstieg der Mietpreise für Bestandsfonds nicht einstellt und das Mietniveau nicht angepasst werden kann, kann ebenso auftreten wie z.B. das Risiko, dass für Handels-, Opportunityfonds der Exitkanal "verstopft" ist, wie dies zur Hochkrisenzeit 2008-2010 der Fall war, als die Käufer, die sich üblicherweise mit einem (hohen) FK-Anteil Immobilien ins Portfolio (mit hoher EK-Renditehebelung) holen wollten, keine Bankkredite erhalten hatten. Flexibler sind Opportunityfonds, die ihre Kosten aus dem Cash-Flow bestreiten können, um einen günstigen Exitzeitpunkt abzuwarten. Ferner können Opportunityfonds bei hohen Kostenstrukturen, kombiniert mit hohen FK-Finanzierungen, Probleme mit den Darlehenszinsen bekommen, wenn der Soll-Miet-Cash-Flow (noch) nicht erzielt wurde. Opportunity-Immobilienfondsobjekte werden - konzeptionsgemäß - nach erfolgter Ausmietung/Mietanpassung innerhalb von 3-5 Jahren verkauft. Der Käufer teilt die diskontierte Fortsetzungsrendite mit dem Verkäufer (Wertsteigerungsreserve in der Zukunft). Der Verkäufer erhält einen teildiskon-

tierten Mehrpreis auf die erwartete Mietsteigerung. Beispiel: der Opportunityfonds, dessen Einstandspreis 60 % des Verkehrswertes betrug, verkauft zu 80 % des Verkehrswertes. Der Käufer kauft ca. 20 % Potenzial, der Verkäufer kann mit seinem Gewinn zufrieden sein, wenn die Transaktion innerhalb von ca. 6 bis 20 Monaten erfolgt. Ein "Halten und Verwalten"-Fonds kann das nicht. Er muss in der Regel auf eine langfristige Wertsteigerung durch die Inflationswirkung auf die Mietpreise hoffen.

Gewichtung des Anschlussvermietungsrisikos

Bei der Anschlussvermietung (bei Wohnen anders als bei Gewerbe) haben "Core"-Mieter hohen Einfluss auf die Nachvermietungskonditionen (weniger bei Wohnimmobilien) z.B. DFH Immobilienfonds 97 "Fürstenhof". Anschlussvermietung: Hier hat die Commerzbank bzw. die Rechtsvorgängerin, die Dresdner Bank, eine Klausel in den Mietvertrag aufgenommen, wonach bis 6 Monate nach Vertragsbeendigung kein Unternehmen anmieten darf, das Bank oder Allfinanzgeschäfte betreibt. Und das inmitten des Frankfurter Bankenviertels. Einstufung: unterdurchschnittlich. Allerdings erkennen wir auch, wenn ein Standort Upsidepotenzial hat (FHH-Hotelimmobilie in Köln). In diesem Fall werten wir die Liquiditätsprognose auf und optieren zu einer positiveren Sensitivitätsvariante.

Typische Core-Fonds-Risiken

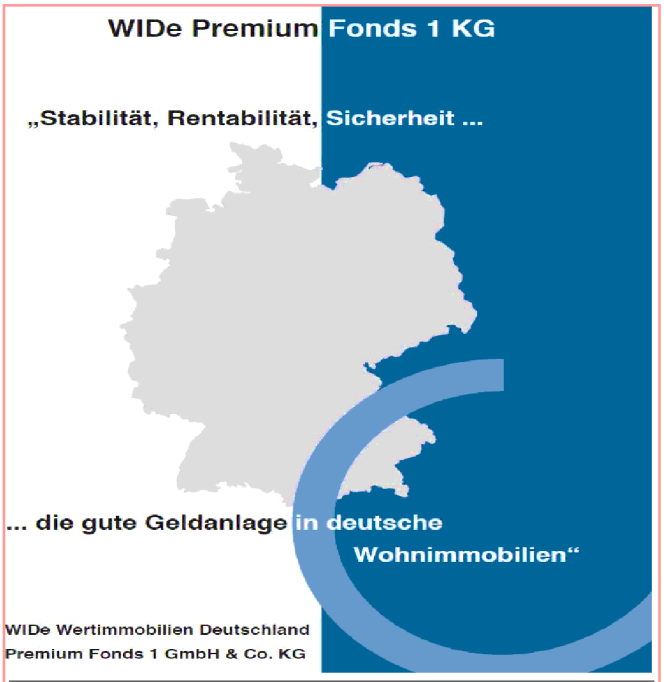
Viele "Core"-Fonds haben schlechte Erfahrungen mit einem single tenant und/oder langlaufenden Mietverträgen mit Ankermietern gemacht, die die ersten 5, 8, 10 Jahre zwar pünktlich zahlen, bei der Anschlussvermietung jedoch nach Ablauf der Vertragslaufzeit auf modernere Vergleichsgebäude zu guten Preisen hinweisen und einen Abschlag für die Anschlussvermietung verlangen. Folge: Die ohnehin knapp gerechnete Rendite geht für die Anleger gegen "0" oder wird (wie in vielen Fällen) sogar negativ.

Risikoausgleich durch angemessene Rendite

Wir sind der Finanztest-Auffassung, dass das von dem Investor zu übernehmende Risiko in einem angemessenen Verhältnis zu den Renditechancen stehen muss: Für ein höheres Risiko muss eine entsprechende Kompensation gezahlt werden, um die prognostizierte Kapitalbindung zu rechtfertigen. Werden die Risiken systematisch minimiert, kann auch eine moderate Rendite angemessen sein, allerdings muss aus unserer Sicht auch die Laufzeit in einem angemessenen Verhältnis zur Rendite stehen. Grundsätzlich erhöht eine langlaufende Kapitalbindung das Risiko. Opportunityfonds sind flexibel. Sie können bei entsprechendem Einkaufsvorteil auch dann mit Gewinn aussteigen und das Risiko reduzieren, wenn die Preise fallen. Bestandsfonds haben erfahrungsgemäß in der Vergangenheit deutlich größere Probleme gehabt (Beispiel: Loan-to-Value Niveau unterschritten, Nachfinanzierung erforderlich).

Einkauf klassisch oder opportunistisch

Für einen versierten Opportunityinvestor ist ein Quadratmeterpreis von ca. EUR 2.349 für einen "einfachen Lidl" (Bestandsobjekt) “deutlich zu hoch” (Kaufpreisfaktor 12,4fach, Lidl in Schwelm, Baujahr 2004, Deutsche Lebensmittelmärkte Fonds 01). "Dafür würden wir nicht mehr als EUR 500,- - EUR 900,-/m² ausgeben", so ein erfahrener Opportunityinvestor. In Sichtweite des Fondsobjekts ist zurzeit ein Aldimarkt zum m²-Preis von ca. EUR 718,-/m² Nutzfläche zu haben (Baujahr 1993, Mietvertrag wird 2014 voraussichtlich verlängert). Auskunftsgemäß würde der Brancheninsider auch den Aldi-Markt zu dem genannten Preis nicht kaufen. "Da kaufen wir besser ein... Zu den angebotenen Konditionen verkaufen wir unsere Objekte, dann haben unsere Anleger im Durchschnitt zwischen 25 % und 30 % Bruttorendite p.a. eingefahren", so die Stellungnahme eines Immobilienprofis. Durch seine Einkaufsmacht kann eine bessere Verhandlungsposition gegenüber Großfilialisten erreicht werden. Einer Studie des Verbands deutscher Hypothekenbanken aus dem Jahre 2004 zufolge kommt der Leiter des Wertermittlungsbereichs der Berlin-Hannoverschen Hypothekenbank AG für Discountermärkte, Richard Ott, aufgrund seiner Marktanalyse in einer Musterkalkulation für einen Discounterneubau zu folgender Musterkalkulation: Ergebnis: Grundstück: 4.000 m², Parkplätze 100, Nutzfläche 950 m², Verkaufsfläche 750 m², Lager: 200 m²: Baukosten: EUR 617.500, Grundstück EUR 300,-/m², Parkplätze: EUR 1.500,-/Stück, Projektentwicklungsgewinn: EUR 150.000. Gesamtkosten: EUR 1,288 Mio., d. h. EUR 1.355,-/m² Nutzfläche. Fast hälftig unter dem Preis des Beispielfonds. Auch bei einer Inflation von 2,5 % p.a. (in einer Krise wie 2008/2009 war die Preisentwicklung dagegen negativ) bleibt seit 2004 der Gestehungspreis deutlich unter dem des Fondsobjekts in Schwelm. Fazit: Die Risiko-Chancenabwägung ergab für das Angebot Schwelm bei einer Laufzeit von 12 Jahren eine CHECK Rechenrendite von 4,67 %. Einstufung: durchschnittlich.



Die WIDe-Investitionsmöglichkeiten zu Opportunity-Konditionen übersteigen zurzeit die Investitionsmittel. Der Initiator hat über Jahrzehnte bewiesen, dass er das Geschäft, aus Sondersituationen zu kaufen, kostengünstig aufzubereiten und mit Wertsteigerung zügig zu veräußern, professionell beherrscht. CHECK-Einstufung: Premiumstufe 1

Beispiel Einkauf: Bestandsfonds versus Opportunityfonds

Ein Wohnimmobilienfonds, der mit konkreten Investitionsobjekten und einer Finanzierung von 39 % ("quotengerecht") bei einem Einkaufsfaktor des 18,2-fachen (Domicilium 7) an den Markt geht, rangiert in der CHECK-Gegenstudie hinter einem Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolio, das maximal zum 9,5-fachen einkauft und ohne FK-Finanzierung auskommt (Mercatus X). Beispiel: Einkaufszentrum Niedersachsen, das zum 8,75-fachen eingekauft wird und das auf Ist-Basis eine Mietrendite von 11,43% aufweist. Der Kaufpreis beträgt 48% des Verkehrswertes von ca. EUR 10,4 Mio. CHECK-Einstufung Premiumstufe 1.

CHECK-Bewertungsstufen

CHECK-Einstufungskriterium: Laufzeit-Rechenrendite

Bei der Einstufung der Angemessenheit der Prämie für das einzugehende

Risiko ziehen wir neben dem eingeschätzten Marktpotenzial auch die Laufzeit als Risikofaktor hinzu. Dabei ziehen wir rechnerisch pro Jahr 0,1 % von der kumulierten Vorsteuerrendite, die auf das Jahr umgerechnet wird, ab, um zu sehen, wie sich dieser laufzeitbedingte Risikoabschlag auf die durchschnittliche Jahresrendite auswirkt. Beispiel: Beträgt die auf das Jahr berechnete durchschnittliche Vorsteuerrendite (nach gründlicher Abwägung der Risikofaktoren) 6,5 % und die Laufzeit 12 Jahre, ziehen wir 1,2 Punkte ab. CHECK-Rechenrendite: 5,3 %. Sinkt die CHECK-Rechenrendite z. B. unter 4 %, stufen wir das Angebot als unterdurchschnittlich ein. Zwischen 4 % und 5,5 % = Durchschnittsstufe. Beträgt sie mindestens 5,5 %, bewerten wir auf Qualitätsstufe, liegt sie über 8 %, auf Premiumstufe 2. Übersteigt sie 10 %, erkennen wir auf Premiumstufe 1.

Premiumstufe 1

In die höchste Fondsklasse der Premiumstufe sind diejenigen Fonds aufgenommen worden, die deutlich unter Verkehrswert einkaufen, durchschnittlich einen mindestens 10%-igen Miet-Cash-Flow (IST-Basis) aufzuweisen haben und die per Saldo - bezogen auf das Laufzeitjahr - mindestens 8 % p. a. vor Steuern auszahlen (unabhängig davon, ob regelmäßig ausgeschüttet wird oder nicht). Die Objekte dieser Premiumstufe 1 sind kurzfristig handelbar, marktgängig, das Upsidepotenzial im Umfeld ist belegbar. Die Vergangenheitsperformance des Initiators liefert belastbare Belege über dessen Leistungsfähigkeit. Die Mittelverwendungskontrolle genügt nicht nur Mindestanforderungen, sondern bezieht die Investoren in die Anlageinvestitionen mit ein. Dass die Fonds dieser Kategorie "Blind Pools" sind, ist kein Zufall, denn die Handlungsfähigkeit eines "Opportunityfonds" steht und fällt mit der schnellen Transaktionsmöglichkeit. Die Anleger haben unmittelbaren Einfluss auf die Investitionsentscheidungen des Fonds. Dieses Konzept hat sich in der Vergangenheit, wo es konsequent angewandt wurde, bewährt: es macht den KG-Fonds zu dem, was er dem Selbstverständnis nach sein sollte: eine Unternehmensbeteiligung für Personengesellschafter, die ein unternehmerisches Risiko eingehen wollen und sich Risiko und Gewinn teilen. Zu dieser Stufe gehören Mercatus X von fairvesta und WIDe Premium Fonds 1.

Premiumstufe 2

In die Premiumstufe 2 sind diejenigen Fonds bewertet worden, die ein günstiges Verhältnis von Kaufpreis zu Verkehrswert, einen mindestens 8%-igen Miet-Cash-Flow (IST-Basis) aufzuweisen haben und die per Saldo - bezogen auf das Laufzeitjahr - mindestens 8 % p. a. vor Steuern verdienen (unabhängig davon, ob regelmäßig ausgeschüttet wird oder nicht). Premiumfondsobjekte sind marktgängig, das Upsidepotenzial im Umfeld ist belegbar. Die Vergangenheitsperformance des Initiators liefert belastbare Belege über dessen Leistungsfähigkeit. Die durchgehende Mittelverwendungskontrolle genügt nicht nur Mindestanforderungen. Sie bezieht die Investoren in die Anlageinvestitionen (teilweise) mit ein. Dass die Fonds auch dieser Kategorie in der Regel "Blind Pools" sind, ist kein Zufall. Sie sind im Immobilienmarkt für Sondersituationen vergleichbar verankert, wie die Fonds der Premiumstufe 1. Beispiele: Project Reale Werte Fonds 11 und 12, ZBI 7.

Die Projektentwickler der Project-Gruppe entwerfen Wohnimmobilien in besten Lagen in einkommensstarken Metropolen Deutschlands. Der Abverkauf der mit hochwertigen Materialien ausgestatteten Wohnbauprojekte erfolgt lange vor Fertigstellung. Die Bauumsetzung (Controlling der Gewerke) erfolgt mit großer Sorgfalt. Die durchgehende, kompetente, unabhängige Mittelverwendungskontrolle wird ernst genommen und aktiv gelebt. CHECK-Einstufung: Premiumstufe 2

Qualitätsstufe

In diese Kategorie gehören Fonds, die zu marktnahen Kaufpreisfaktoren gekauft haben und deren Upsidepotenzial nicht durch hohe Kosten und hohe Kaufpreise weitgehend ausgereizt ist. Der CHECK-Renditebetrachtung zufolge sollten die Fonds dieser Kategorie vor Steuern mindestens 5,5 % (Durchschnittsrendite p.a.) vor dem Komma darstellen können. Deren marktbedingtes Upsidepotenzial spricht für die Erfüllbarkeit der Fondserwartungen. Die sonstigen Fondsstrukturen weisen ein Mindestmaß an Anlegerorientierung auf (initiale Mittelverwendungskontrolle, unbeschnittene Beiratsrechte, Transparenz der Entscheidungsstrukturen). Ferner ist die Marktgängigkeit der Objekte nachgewiesen und aus dem Umfeld belegbar. Zu dieser Kategorie gehören nach CHECK-Einschätzung z.B. Kapitalpartner Konzept: Campus Bremen, DPF Seniorenzentrum Herkenrath, Industriefinans Berlin, Primus Valor: Renovation +, FHH Aktiv Select Deutschland II.

Durchschnittsstufe

Die Fonds dieser Kategorie sind grundsätzlich solide strukturiert. Die Investitionsobjekte liegen an gängigen Standorten, verfügen über eine diversifizierte Objektstruktur und haben in der Regel zum Verkehrswert eingekauft. Im Hinblick auf die Gesamtinvestition weisen diese Fonds ein gebundenes Kapital aus, das anfänglich (systemgemäß wegen der Vor- und Fondskosten) über dem Verkehrswert liegt. Die gängigen Standorte rechtfertigen, dass die Fortschreibung der Wertsteigerungspotenziale der Vergangenheit, bezogen auf die Fondslaufzeit, auf eine positive Gesamtrendite mindestens doppelt oberhalb der zurzeit erhältlichen Kapitalmarktrendite schließen lässt. Ausreichende Immobilienexpertise liegt vor. Eine mindestens anfänglich externe Mittelverwendungskontrolle sorgt für verlässliche Zahlungsflüsse. Die Einstufung erfolgt auf Basis der CHECK-Vorsteuer-Rechenrendite. Diese sollte im Jahresdurchschnitt mindestens 4 % p.a. erreichen.

Unterdurchschnittsstufe

In diese Kategorie werden Fonds einsortiert, die den Kriterien für durchschnittliche Fonds genügen (siehe oben), die jedoch bei realistischer Betrachtung der Ertragsannahmen mit einer Jahresrendite vor Steuern nach der CHECK-Rechnungsrendite (deutlich) unter 4% liegen. Hier ordnen wir Fondsangebote mit Objekten wie den Sachsenfonds Deutschland V ein. Die Miete liegt bei ca. EUR 14,-/m² bei einem Einkaufsfaktor des 15,4-fachen, der auch für den Verkauf kalkuliert wird (Mieter Bilfinger und Berger). Dort sehen wir eher das 14,28-fache (inkl. 2 % Inflation), wie Szenario “C” des Prospektes. Die Neubaubüromieten kosten am “Centro” zurzeit EUR 10,-/m². Kleinere Büroflächen sind deutlich günstiger zu haben. Der Mieter kann nach 10 Jahren aussteigen. CHECK-Rechenrendite: 3,63 % p.a., Einstufung: Unterdurchschnittsstufe.

Fehlende Mittelverwendungskontrolle

Einige Fonds enthalten grundsätzlich den Ansatz einer tragfähigen Immobilienfondskonstruktion. Auf eine externe Mittelverwendungskontrolle wird allerdings (teilweise ausdrücklich) verzichtet: Wealth Cap 34, DWS Access Wohnen 3, BVT RealRendite Fonds Nr. 1, LHI TU Berlin. Eingezahlt wird kontrollfrei direkt auf das Fondskonto, z. B. bei LHI. Von dort fließt das einzuzahlende Geld auf das Konto einer Bank, die auch Gesellschafterin der Initiatorin ist. Oder bei Hamburg Trust: "Es ist keine Mittelverwendungskontrolle vorgesehen." Auskunftsgemäß sei diese "zu teuer". Dazu gehört auch PropFund Germany, bei dem eine Kontrolle ausdrücklich ausgeschlossen wird: "No resources allocation control has been planned..." und es gibt "no special external monitoring by a competent third party...". Es fehlt eine externe Instanz, die überprüfen kann, ob prospektgemäß investiert wird. Metropolitan Estates Berlin: "..die Verwendung der laufenden Mieterträge und Veräußerungserlöse (unterliegt) keinerlei Kontrolle." Weitere Beispiele: Actiba Immobilien Süddeutschland, Dresdner Nachhaltigkeitsfonds: Green Power City Resort Dresden, DFH Immobilienfonds 97 und 98. In einigen Fällen haben wir auf nicht bewertbar erkannt.

Nicht bewertbar

(Noch) nicht bewertbar sind Fonds, deren Management angekündigt hat, auf unsere Fragen zu antworten. Zu einer hinreichenden Klärung ist es aus verschiedenen Gründen jedoch noch nicht gekommen. Dazu gehören Angebote, deren (Past-) Performance fondskonstruktionsbedingt oder aus Vertraulichkeitsgründen (noch) nicht geprüft werden konnte. Z. B. konnten performancerelevante, abgeschlossene Deals (noch) nicht hinreichend verifiziert werden. Die Prüfung einschlägiger Referenzen steht noch aus. Daher setzen wir die Bewertung vorläufig aus, bis belastbare Leistungsbeweise eingesehen werden können, z. B. insbesondere dann, wenn ein unabhängiger, professionell geschulter Mittelverwendungskontrolleur fehlt. Beispiel: Pro Real Deutschland der One-Capital Group, Immovation Immobilien Handel 3. Ferner reihen wir dort zunächst Angebote ein, die durch Nachrangdarlehenskonstruktionen und (noch) nicht belastbare Referenzbelege das Risiko unverhältnismäßig auf den Anleger verlagern.

Problemstufe

Hier listen wir Fonds, die aus unserer Sicht für Investoren nicht transparent sind (Beispiel S&K):
- Angebote, die bei der vertraglichen Verbindlichkeitsdichte wesentliche Lücken aufzuweisen haben (fehlende Eigentumsverträge/Betreiberverträge) und Fonds, die in Kombination mit einem fehlenden Performancenachweis keine ausreichend verlässliche Mittelverwendungskontrolle eingerichtet haben
- der Weg des Geldes nicht nachvollziehbar ist (Beispiel S&K-Sachwerte, United Investors, Darlehensmodell, Intransparenz der Mittelverwendung der Darlehensnehmerin). Deren Konstruktion zielte darauf ab, den Weg des Geldes zu verschleiern (siehe unsere CHECK Fragen vom 04.06.2012 und unseren "Check-Audit S&K"-Entwurf).

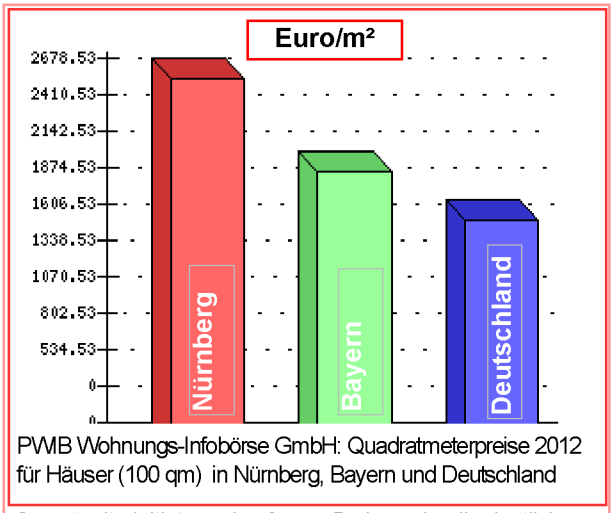
Für ZBI haben die Fondsmanager der Objektgesellschaften bereits 18 Miethäuser mit 490 Wohneinheiten sowie 71 Gewerbeeinheiten für EUR 51,3 Mio. erworben, d. h. EUR 1.050 pro Quadratmeter. Die attraktiven Lagen in Berlin Charlottenburg, Kreuzberg und Mitte lassen auf eine kontinuierliche Wertsteigerung schließen.

Beispiele zu den Wertungsstufen

Im Folgenden werden einige der im Finanztest-Artikel gelisteten Immobilienfondsangebote im Rahmen einer individuellen Kurzanalyse vorgestellt. Es soll deutlich werden, wie wir im Einzelfall zu unseren Einstufungen gekommen sind. Maßstab war in allen Fällen die Frage, ob (und mit welchen Abstrichen) uns die prognostizierten Ertragsannahmen plausibel erscheinen. Grundsätzlich diente als Einstufungshilfe die CHECK-Kalkulations-Renditegewichtung (Definition: siehe oben). In Sonderfällen gaben auch Risikofaktoren grundsätzlicher Art den Ausschlag (fehlende Mittelverwendungskontrolle, Transparenz der Ertragsprämissen, Verbindlichkeitsgrad der geschlossenen Verträge). Ohne Klarheit dieser elementaren Mindestanforderungen war eine Einstufung nach der Rendite nicht sinnvoll.

Beispiel Premiumstufe 1: Opportunity (1)

Mercatus X kaufte im Mai 2012 im guten Bauzustand ein Bürogebäude in Baden-Württemberg mit bonitätsstarken Mietern (Dax-Konzerne) für EUR 10,5 Mio., deren Verkehrswert auskunftsgemäß auf EUR 18,23 Mio. taxiert wird. Der Einkaufsfaktor zum 7,21-fachen der Jahresmiete und eine Ist-Mietrendite von 13,87 % zeigen, dass eine "Sondersituation" vorliegt, die höchste Vertraulichkeit verlangt. Der Fondsmanager verfügt hierbei für den Verkauf über einen beachtlichen Verhandlungsspielraum (deutlich unter dem Verkehrswert!), um - zusammen mit anderen, für eine risikoadjustierte Portfoliomischung geeigneter Objekte für institutionelle Investoren - ein attraktives Verkaufspaket zu schnüren, so dass ein frühzeitiger Exit (und damit eine hohe Fondsrendite) plausibel erscheint. Weitere Objekte des Fonds sind ein Einkaufszentrum in Bayern für EUR 3,5 Mio., das im Juni 2012 zum 6-fachen erworben wurde. Dies entspricht 36,62 % des Verkehrswertes. Ferner gelang im Dezember 2012 der Erwerb eines Einkaufszentrums in Niedersachsen zum 8,75-fachen, für knapp EUR 5 Mio., das entspricht 47,73 % des Verkehrswertes (Baujahr 2001, gute Lage, guter Zustand). Bei diesem Anbieter kommt hinzu, dass die Past-Performance, z. B. für Mercatus VIII, eine Verkaufsrendite von ca. 40 % ausweist, bei einem durchschnittlichen Einkaufsvolumen von bisher EUR 50,6 Mio. bei einem Ankaufsfaktor der 7,03-fachen Jahresnettokalt-Ist-Miete. 7 Objekte zu einem Preis von EUR 22,92 Mio. wurden bei einer durchschnittlichen Haltedauer von 12 Monaten veräußert. Handelsertrag: EUR 9,33 Mio., Mietertrag: EUR 3,26 Mio., Gesamtertrag: EUR 12,97 Mio., Rendite ca. 55,6 % p. a. Mercatus IX wurde per Ende 2/12 berichtsgemäß platziert und investiert. Mercatus X wird noch platziert, obwohl das Zielvolumen bereits per Ende 2012 weit überschritten wurde. Bisher wurden 13 Objekte erworben, ein Büroge-



PWIB Wohnungs-Infobörse GmbH: Quadratmeterpreise 2012 für Häuser (100 qm) in Nürnberg, Bayern und Deutschland

Opportunity-Initiatoren kaufen zu Preisen ein, die deutlich unter den Herstellungskosten liegen (zwischen EUR 500,-/qm und EUR 1.000,-/qm). Beispiel WIDe Premium Fonds 1

bäude in Mannheim sowie Einzelhandelsmärkte und Einkaufszentren im Gesamtwert von EUR 69 Mio. Kaufpreisfaktor: 7,8fach. Durchschnittsalter der Objekte: zwischen 8 und 12,5 Jahre, Restmietzeit: durchschnittlich 8,9 Jahre. Kombiniert mit dem Verzicht auf Fremdkapital und einer langjährigen, positiven Dealperformance schätzen wir die Risikopuffer überdurchschnittlich hoch ein. Hinzu kommt, dass die risikokompensierende Renditeperspektive 10 % p.a. übersteigt.

Beispiel Premiumstufe 1: Opportunity (2)

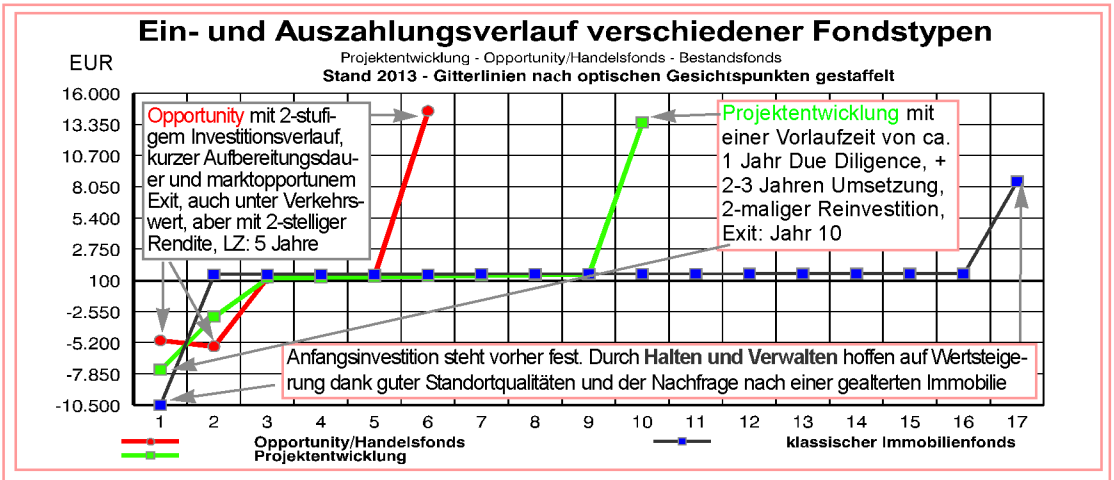
WIDe, Wertimmobilien Deutschland: Die Anleger müssen über den Ankauf einer Immobilie in Dresden Löbtau entscheiden, die zum 12,83-fachen der Ist-Miete gekauft werden kann und deren Sollmiete die Investitionskriterien des 12,13-fachen erfüllt. Der durchschnittliche m²-Preis von EUR 873,-/m² inkl. Dachsanierung erlaubt gemäß Umfeldmieten eine Mietanpassung von ca. EUR 5,50/m² auf EUR 6,50/m². Bei vergleichbaren Objekten hat der Immobilienmanager Neuvermietungsgewinne in 2012 in dieser Höhe mehrfach realisiert. Nach Zins und Tilgung, Hausverwaltung, Gebühren, Makler und Mietausfall, erzielt der Fonds laut Plan einen Netto-Cash-Flow zwischen anfänglich 6,5 % bis 11,6 % in 2022, Exit: 150 % in 2023. Sowie der Mietanstieg von 10 %-15 % realisiert ist. In vergleichbaren Fällen erzielte der Fondsmanager diese Performance schon während des Jahres 2012 (siehe CHECK-Analyse 6/12), kann der Fonds Objekte verkaufen, denn dann hat er sein wirtschaftliches Ziel erreicht und kann aus dem Verkaufserlös eine Reinvestition mit dem gleichen Ziel vornehmen. CHECK-Rechenrendite: 10,10 %. Die Performance des Inititators ist aus den ZBI-Exits 1 und 2 belegt. Die Fondsstruktur ist überdurchschnittlich transparent.

Beispiel Premiumstufe 2: Opportunity

ZBI 7 kaufte kurz vor Weihnachten 2012 in Berlin Charlottenburg, Kreuzberg und Pankow 18 Mietshäuser mit 490 Wohneinheiten und 71 Gewerbeeinheiten für EUR 51,3 Mio.: Preis pro m²: EUR 1.050,-, also ca. 48.860 m² Nutzfläche. Durchschnittsmiete pro m²: EUR 6,16 bei 96 % Vermietungsstand. "Damit ist ZBI 7 nahezu voll investiert", so der ZBI-Einkaufsvorstand Mark Münzing. Insgesamt wurden für ZBI 7 Immobilien für EUR 150 Mio. eingekauft, Stand 20.03.13. In Charlottenburg ermittelten wir per Stand Februar 2013 für Bestandsimmobilien Mieten zwischen EUR 8,- und EUR 10,- pro m², in Kreuzberg zwischen EUR 8,- und EUR 15,- pro m² und in Pankow zwischen EUR 7,- und EUR 10,- pro m². Das Upsidepotenzial dürfte daher für die prognostizierte Anlegerrendite von "angestrebten 8 % bis 10 % p.a." erreichbar sein.

Premiumstufe 2: Projektentwicklung

Project Reale Werte 11 und 12 investieren in Wohnprojektentwicklungen im mittel- bis hochpreisigen Segment in ausgesucht nachgefragten Stadtlagen deutscher Metropolregionen wie Hamburg, Berlin, München, Nürnberg, Frankfurt. An einigen Beispielen konnte CHECK die kaufmännische und bauträgerische Planung und Umsetzung sowie die Struktur der Cash-Flows überschlägig nachvollziehen. Dafür erhielten wir stichhaltige Informationen über die standardisiert institutionalisierte Standort-Due Diligence, die Grundstücksakquisition, die Bauplanung und -Umsetzung, sowie den Verkauf an die Endnutzer. Konzept und Umsetzung erscheinen plausibel. Die Bestellung der Gewerke wird durch den Entwickler in Kooperation mit Architekten selbst übernommen. Wichtige Gewerke wie die Betonarbeiten werden nur durch bewährte Unternehmen ausgeführt. Ansonsten gilt das Regionalprinzip, dass regionale Gewerke, die mit den örtlichen Verhältnissen vertraut sind, den Vorrang haben. Von entscheidender Bedeutung für die Risikominimierung der Fonds ist, dass die 5-jährige Gewährleistungsfrist (die sich durch Nachbesserungen verlängern kann) auskunftsgemäß von einer Bauträgergesellschaft übernommen wird. Die Fonds scheiden damit vollständig aus dem Risiko der Objekt-Nachhaftung aus. Risikominimierend wirkt des Weiteren, dass die Projektfinanzierung ausschliesslich durch Eigenkapital und durch die Anzahlungen der Käufer nach MaBV erfolgt. Daher wird Fremdkapital generell ausgeschlossen. Dieses Verfahren setzt voraus, dass die Baumaterialien, Bauqualität und Standorte für den Verkauf überdurchschnittlich überzeugend ausfallen, so dass die Käufer zügig kaufen und anzahlen. Oft sei der Verkauf schon über 50 % fortgeschritten, bevor mit dem Bau begonnen wird. Liegt bei Opportunitykonzepten der Gewinn hauptsächlich im Einkauf, gilt für diesen Qualitätswohnungstyp, dass der Verkauf die Kernkomponente darstellt. Denn vom Verkauf ist abhän-



Typische Investitions- und Desinvestitionsverläufe der drei gängigen Investitionstypen (Bestandsfonds, Projektentwicklung, Opportunity). Das Bestandsfondskonzept “Halten und Verwalten” ist aus unserer Sicht mit höheren Risiken behaftet, als solide arbeitende Opportunity- und Projektentwicklungsfonds.

gig, wie hochwertig Standortauswahl, Planung und Ausführung der Bauten sein darf. An 2 Hamburger Projekten (Fonds 12) konnte CHECK nachvollziehen, dass m²-Preise deutlich jenseits EUR 4.000,- und EUR 6.000,-/m² (Ohlstedt, Alsterdorf) erzielt werden, die neben einem hohen Projektgewinn eine hohe Bauqualität ermöglichen.

Mietranking der 25 teuersten Einkaufsstädte in Deutschland*

		2011 Miete/m²	Veränderung zum Vorjahr	Veränderung im 5-Jahresvergleich
1	München	330 €	6,5%	20,0%
2	Berlin	280 €	3,7%	40,0%
3	Köln	265 €	1,9%	20,5%
4	Hamburg	258 €	5,3%	22,9%
5	Frankfurt/Main	255 €	6,3%	17,0%
6	Stuttgart	245 €	2,1%	22,5%
7	Düsseldorf	230 €	4,6%	31,4%
8	Dortmund	195 €	-2,5%	14,7%
9	Hannover	185 €	2,8%	23,3%
10	Münster	147 €	2,8%	22,5%
11	Freiburg im Breisgau	145 €	3,6%	20,8%
	Mannheim	145 €	3,6%	26,1%
13	Nürnberg	140 €	0,0%	33,3%
14	Wiesbaden	130 €	1,6%	8,3%
15	Bielefeld	128 €	0,8%	11,3%
16	Ulm	125 €	4,2%	38,9%
	Würzburg	125 €	8,7%	38,9%
18	Bremen	123 €	2,5%	23,0%
19	Bonn	120 €	0,0%	4,4%
	Leipzig	120 €	4,4%	14,3%
21	Braunschweig	115 €	0,0%	21,1%
	Heidelberg	115 €	0,0%	15,0%
23	Dresden	110 €	0,0%	15,8%
	Mainz	110 €	4,8%	22,2%
25	Lübeck	102 €	-3,8%	13,3%

Entwicklung der Einzelhandelsmieten (80-120 qm) nach Einwohnerzahl in 1A-Lagen in Deutschland zwischen 2006 und 2011, Jones Lang LaSalle, März 2012. Beispiel Köln: 20 % Wertsteigerung in 5 Jahren.

Durchgehende Kontrolle über die gesamte Wertschöpfungskette

Die gesamte Wertschöpfungskette wird durch die beiden Gruppenunternehmen (Bauträger/Entwickler und Fondsinitiator) exklusiv und verbindlich in enger Partnerschaft für jedes Objekt und für jeden Fonds von Project abgedeckt. Aus der Sicht der Interessenlage der beiden Unternehmen handelt es sich faktisch um ein Gruppenunternehmen, da beide sich exklusiv vertraglich verpflichtet haben, nur für den und mit dem anderen am Immobilienmarkt tätig zu werden. Die gesamte Wertschöpfungskette von der Erstakquisition bis zum Abverkauf und der Kapitalrückführung an die Anleger aller Projekte liegt daher in der Hand der beiden, grundsätzlich voneinander unabhängigen Unternehmensgruppen. Eine zentrale Rolle spielt die durchgehende Mittelverwendungskontrolle der Zahlungsflüsse auf der Fonds- und der Projektebene. Der Wirtschaftsprüfer verschafft sich ein Bild auf der Ebene der Einzahlungen an den Fonds, die Mittelabflüsse für die Fondskosten, die Abflüsse für die Investitionen an die Zielfonds (die Zielfonds sind jedem Einzelfonds zugeordnet) sowie den Abflüssen von den Zielfonds an die Objektgesellschaften. Er kontrolliert per Zufallsstichprobe, schon unterjährig, ob die abgehenden Zahlungen korrekt auf dem Zielkonto eintreffen und ob sie dem prospektierten Zweck entsprechen. Des Weiteren betrachtet der Kontrolleur stichprobenhaft einzelne Zahlungen auf Objektebene (in engagierter Erweiterung seines Prüfauftrags), um zu verifizieren, ob z.B. Ausschreibungen für die Gerüstbauten plausibel ablaufen. An Beispielen konnte CHECK im Gespräch nachvollziehen, dass sich die Prüfer kontinuierlich um ein schlüssiges Gesamtbild des Projekt-Investitions- und Desinvestitionsprozesses bemühen und sich dafür auch ein überschlägiges Branchenwissen erarbeitet haben.

Transparentes Liquiditätsmanagement

Des Weiteren wird auch der Rückweg des Geldes aus den Verkäufen einem lückenlosen Screening unterworfen. So kann jederzeit nachvollzogen werden, welche Liquidität aus Rückflüssen zu welchem Zeitpunkt welchem Fonds zugeordnet und entweder für Auschüttungen oder für Reinvestitionen verwendet wird. Das Liquiditätsmanagement obliegt der Geschäftsführung und zielt, neben einer optimierten Risikostreuung der Investitionen, auf die höchstmögliche Rendite in der wirtschaftlich kürzest sinnvollen Zeit. Bisher konnte der Projektentwickler und Generalübernehmer auskunftsgemäß an die Fondsgesellschaften aus dem Objektverkauf und den Anzahlungen der Wohnungskäufer einen Cash-Flow von 14 % p.a. erzielen. Bei geplanter 10jähriger Fondslaufzeit kann erfahrungsgemäß der Rückfluss aus abgeschlossenen Projektentwicklungen 3 mal reinvestiert werden (Laufzeitansatz pro Projekt: durchschnittlich ca. 3. Jahre). Die Fonds investieren quotal je nach vorhandener Liquidität in die laufenden Projekte, so die Initiatorin. Die Projektgesellschaft ruft Planungs- und Baukosten ab, die Liquiditätssteuerung erfolgt nach einem ausgereiften Quotenprinzip. Prospektierte Ausschüttungen wurden auskunftsgemäß regelmäßig bedient. Eine kalkulatorische CHECK-Rendite von (mindestens) 8 % p.a. halten wir für möglich und plausibel (Anlegerrückfluss vor Steuern). Einstufung: Premiumstufe 2.

Beispiel Qualitätsstufe

Das DPF Seniorenzentrum Herkenrath ist für 25 Jahre an einen etablierten, erfahrenen Betreiber vermietet (Baujahr 2010, Fondslaufzeit 15,75 Jahre). Es hat eine Belegungsquote von 97 %, und wurde zum 11,3-fachen gekauft (bezogen auf die Grundstücks- und Gebäudekosten, zum 12,82-fachen bezogen auf die Gesamtinvestition) und soll zum 12,75-fachen verkauft werden. Vergleichbare Wohnheime (ca. 25 Jahre alt, renoviert) lagen im Marktvergleich beim Verkehrswert zwischen dem 8,5-fachen und 10,6-fachen (je nach Zustand, z. B. Vergleichsobjekt "Seniorencentrum Bernhardtstift", Berlin, Verkehrswertgutachten vom 21.10. 2008). Nach ca. 16 Jahren Laufzeit sollte vorsichtigerweise mit einem vergleichbar niedrigeren Exitfaktor gerechnet werden. Zumal die Voraussetzungen und die Höhe der Pflegestufenvergütungen durch konsolidierende politische Maßnahmen und der Ausstattungsmerkmale nicht mehr zeitgemäß sein könnten (trotz einer wachsenden Nachfrage nach altersgerechter "Hotellerie"). Standortvorteil: Hoher Anteil an Einzimmerapartments und die Nähe zu den klassischen Stadtzentren. CHECK-Rechnungsrendite: 6,9 % p.a.

Beispiel Durchschnittsstufe (1)

Der Hamburg Trust-Fonds "Forum-Park Office" rangiert im guten Durchschnitt. Der Standort des Fondsobjektes hat für größere, zusammenhängende Büroflächen in Karlsruhe in zentraler Lage keinen vergleichbaren Wettbewerb. Die aktuellen Büromieten liegen zwischen EUR 12,- und 13,- EUR (Vermietung zurzeit über 90 %). Kalkuliert sind EUR 13,30/m² bei einem Exitfaktor des 16,3-fachen nach ca. 16 Jahren, zu dem auch eingekauft wurde (Mietsteigerung 2 % p.a.), breit gestreute Mieterstruktur. Umfeldrecherchen haben ergeben, dass diese Werte für diesen Standort durchaus realistisch sind.

Beispiel Durchschnittsstufe (2)

Der Regio Flex Fonds 1 von GF hat Ende Januar 2013 in 3 Lebensmittelmärkte ca. EUR 10,431 Mio. investiert (vom Investitionsbeirat genehmigtes Gesamtinvestitionsvolumen: EUR 22,69 Mio.). Das Portfolio erzielt zurzeit

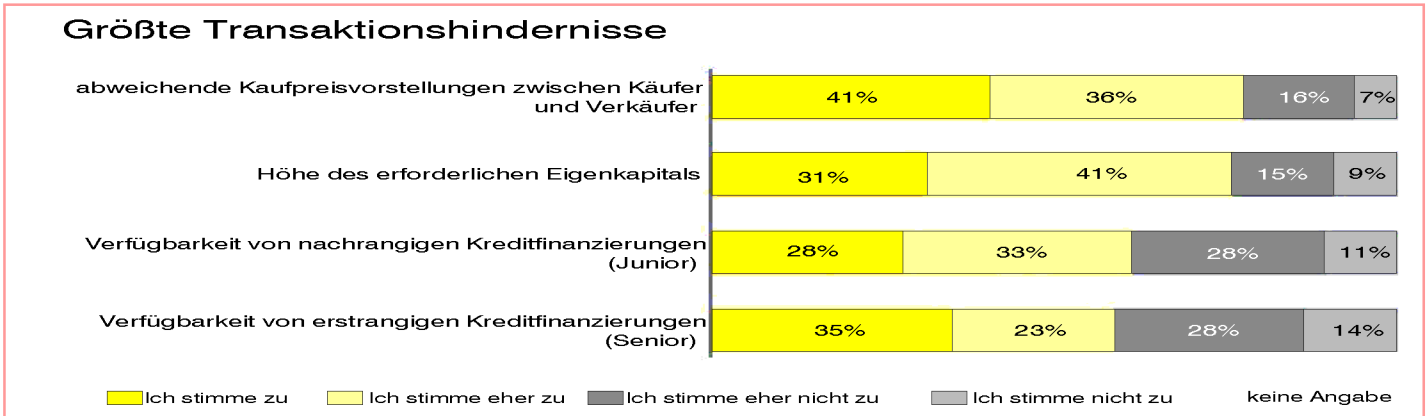
eine jährliche IST-Miete von ca. TEUR 743 p. a. (Soll-Miete: TEUR 745 p.a.). Einkaufsfaktor: 14,5fach (Basis: Sollmiete). Ein Verkehrswertgutachten liegt noch nicht vor. Die Betreiber werben mit einer Miete ab EUR 10,50 m². Die Praxisflächen kosten ca. EUR 11,-/m². Demnach kostet der m² ca. EUR 1.900,-. Die Mietrendite erreicht ca. 6,9 %. Im Oktober 2012 waren 60 % der Flächen vermietet. Für die Daimler-Stadt Schorndorf sind diese Mieten und Kaufpreisfaktoren angemessen, auch wenn die Abhängigkeit vom Einzugsgebiet ein Schlüsselrisiko darstellt (Natur pur). Die Zentralitätskennziffer für Schorndorf 2009 liegt bei 147,8 %, d.h. 1,5fach über der "gebundenen Kaufkraft" des Umfeldes. Das nächste Oberzentrum ist 28 km entfernt (Stuttgart). Die Einzelhandelsmieten werden in der Kernstadt mit EUR 7,- bis EUR 20,-/m² angegeben. Der Durchschnitt liegt zur Zeit bei ca. EUR 10,-/m². Der Fonds kalkuliert für den "neuen Postturm" ein Wertsteigerungspotenzial mit dem mindestens 18-fachen der erzielbaren Miete. Immobilienmakler Mergenthaler aus Remshalden (Region Stuttgart) bezeichnet Schorndorf als Randlage und hält das 15-fache für ambitioniert, aber denkbar (CHECK-Anfrage). Vermietungsstand Februar 2013: 80 %. Die hochgerechnete Indexierung mit einer Inflation von 2 % p.a. ist nicht übertrieben. Für einen Zeitraum von 20 Jahren inkl. Anschlussfinanzierungsrisiko sehen wir das 12-fache. Nach 20 Jahren verbleibt ein Restdarlehen von ca. EUR 11,4 Mio. Unter Berücksichtigung des CHECK-Laufzeit-Abzugs ergibt sich eine kalkulatorische Jahresdurchschnittsrendite von 5,16 %. Einstufung: Durchschnittsstufe.

Beispiel Durchschnittsstufe (3)

Ein spezielles Fremdfinanzierungsrisiko ergibt sich bei dem ansonsten recht soliden Immobilienfonds Regio Fonds Süddeutschland 8, der per Februar 2013 platziert wurde und voll investiert ist. Die 3 auf CHF zu ziehenden FK-Tranchen von insgesamt CHF 11,5 Mio. (Finanzierungsplan) müssen immer zu 150 % gedeckt sein. Sollte der Franken um mehr als 20 % steigen, muss nachfinanziert werden. Außerdem "können anfänglich über 77 % des Marktwertes der Immobilien finanziert werden" (Prospekt). Insgesamt ist das Projekt nominal hälftig finanziert. Dank der gut laufenden soliden Streuung unter 7 verschiedenen Lebensmittelmärkten/Einzelhandelszentren wird das FK-Risiko reduziert. Der Erwerbsfaktor des 12,6-fachen erscheint nicht übertrieben aber auch nicht extrem günstig. Gemäß CHECK-Renditebewertung ergibt sich - bei ca. 16-jähriger Laufzeit - Durchschnittsstufe.

Beispiel Durchschnittsstufe (4)

Ein §6b-Fonds (interessant für Landwirte, die Veräußerungsgewinne aus Landveräußerungen mit negativen Einkünften aus Immobilieninvestitionen verrechnen dürfen) erzielt vor Steuern eine Rendite von ca. 1,38 % p.a. ("SLC 2 Student Living Center"). Nach Steuern kann sich der Liquiditätsvorteil jedoch auf knapp EUR 90.000 summieren (= 4,5 % p.a.). Das Objekt, ein Studentenwohnheim nahe der TU München (ca. 2,3 km Fußweg), mit einem kalkulierten Verkaufsfaktor des 13,5-fachen sowie einer durchschnittlichen unterstellten jährlichen Mietsteigerung von ca. 3 % kann spekulativ ausfallen (langfristig rückläufige Studentenzahlen, siehe map-Fax vom 22.03.13: Rückgang der Schülerzahlen in den letzten 10 Jahren um ca. 2 Mio.). Miete zur Zeit: EUR 570,- p.M., in 20 Jahren über EUR 1.000,-/p.M.? Die Höhe der §6b-Rücklage beträgt laut Prospekt für den Investor (der sie gebrauchen kann) EUR 273.404, Einlage: EUR 100.000 (Steuersatz: 42 %). Der Fonds ist bis auf EUR 800.000 platziert (Stand: Anfang Februar 2013) und richtet sich an Landwirte. Unsere Einstufung: Die Risiken sind durch die Standortqualitäten minimiert. Zusammen mit einer FK-Quote von ca. 62 % bezogen auf das GK und 68 % bezogen auf die Objektinvestition (das Objekt geht in etwa zum Verkehrswert an den Markt) und einer CHECK-Rechenrendite von 4,38 % vor Steuern ergibt sich nach unserer Einschätzung: Durchschnittsstufe.



Steilvorlage für Eigenkapitalfonds: Größte Transaktionshindernisse sind abweichende Kaufpreisvorstellungen (77 %) sowie die Höhe des erforderlichen Eigenkapitals zur Finanzierung (76 %). Die ausreichende Verfügbarkeit von nachrangigen und erstrangigen Kreditfinanzierungen gehört ebenfalls zu den Haupthindernissen. Ernst & Young, Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2012.

Beispiel Unterdurchschnittsstufe

In diesem Segment sehen wir z. B. den FHH Immobilien 12 Studieren und Wohnen, der trotz Nachfrageüberhang bei Mieten von knapp EUR 600,- für 18 m², Warmmiete, am "Hühnerposten" am Hamburger Hauptbahnhof auf absehbare Zeit kein Standortproblem haben wird. Die CHECK Rechnungsrendite liegt bei 3,48 % p.a. Der überragende Standort (von dort ist auch die sehr gefragte TU Harburg mit der S-Bahn in Kürze erreichbar) kompensiert leider nicht angemessen die vorsichtig gerechnete Vorsteuerrendite von ca. 167 % bei 13jähriger Laufzeit. Auch eine anderweitige Nutzung (z. B. als Boardinghaus) ist problemlos vorstellbar. CHECK-Rechenrendite: 3,48 %.

Beispiel Nicht bewertbar (1)

Die möglichen Folgen der Insolvenz der Next Generation Fund-Muttergesellschaft FIHM sowie der NGF-Konkursantrag vom Frühjahr 2013 erlauben für die NGF-Fonds zur Zeit keine belastbare Fondsprognose für das an sich solide aufgebaute Beteiligungsangebot. Die langfristige Vermietung der Hochschulimmobilie in München (Next Generation Funds) an den Freistaat Bayern, die zum 17,8-fachen erworben wurde und zu diesem Faktor

auch für den Verkauf kalkuliert wird (inkl. Revitalisierungseinsatz von 1,5 Jahresmieten von ca. EUR 4,5 Mio.), stufen wir grundsätzlich als "durchschnittlich" ein. Unsere CHECK-Rechenrendite erreicht knapp 4 % p.a. Die Lage in der Dachauerstraße darf als schwerlich reproduzierbarer Standort gelten (geringes Risiko). Die Büromieten klettern im Umfeld durchaus auf EUR 20,-/m², sonst EUR 13,- bis 16,-/m² (CHECK-Direktrecherche). Die Fondsfinanzierung wurde etwas günstiger eingedeckt, eine "EK-Nachweisgebühr" von EUR 0,5 Mio. konnte eingespart werden.

Auch einen 2. NGF-Fonds, den wir in die Unterdurchschnittsstufe einordnen würden, müssen wir umständebedingt

Seriöse Immobilieninvestments erschließen sich erst nach einer zielgenauen Due Diligence der Angebotsunterlagen und des Umfeldes, in dem sich die Akteure bewegen. Die öffentlich gestellten CHECK-Fragen vom Mai 2012 zielten auf die die Prüfung der Plausibilität der Ertragsannahmen des Angebotes. Eine Beantwortung ist bisher nicht erfolgt. Daher erstellten wir eine vorläufige Zusammenfassung der fraglichen Punkte in einem CHECK-Audit-Report.

als "nicht bewertbar" einstufen: den Einzelhandelsfonds Deutschland, München, (Variante Wachstum). Der gezahlte Kaufpreisfaktor ist marktgerecht (12-12,5fach), die Mietvertragslänge ist risikoarm (Restlaufzeiten von 11-13 Jahren), die Einzelhandelsimmobilien sind breit diversifiziert über Standorte (Bayern, Pfalz, Saarland, NRW) und Mieter (Netto, Rewe, Wasgau, Lidl, Penny, Mc Donalds). Die Kalkulation entspricht einer soliden Discounter-Standardkalkulation (Standort: Goch, Mieter: Netto, Grundstücksfläche: 5.450 m², Parkplätze: 64, Nutzfläche: 1046 m², Kaufpreisfaktor 12,5, Erstellungskosten von EUR 1357,50/m². CHECK-Rechenrendite: knapp 3 %. Die Durchführung des Fonds ist zurzeit jedoch nicht gesichert.

Beispiel Nicht bewertbar (2)

Immovation Immobilien Handels AG und Co 3. KG. Geplant ist nach Immovation-Angaben ein Portfoliokauf von 576 Mietwohnungen von der IPSAK (Immobilien Projektgesellschaft Salamander Areal Kornwestheim, eine Gesellschaft der Immovation AG), nach Abschluss von Sanierungsarbeiten von der Immovationsgesellschaft IPSAK. Verkäuferin des unrenovierten Bestandes an die IPSAK war die Gagfah (gehört zum Finanzinvestor Fortress). Die Objekte liegen im Siedlungsteil "Zanger Berg" in Heidenheim (ca. 50 km nördlich von Ulm). Der Ankauf durch die Fondsgesellschaft (Immovation 3. KG) ist geplant zum maximal 12-fachen der Jahresmiete. Aktueller Leerstand: 31,36%. Der Zanger Berg gilt als sozialer Brennpunkt in Heidenheim (laut Makler mit hohem Anteil an russischen Spätaussiedlern). Die Mieten liegen aktuell bei ca. EUR 4,81/m² (Vergleichsangebote www.immobilienscout24. de). Laut Maklerangaben liegen sie zurzeit bei EUR 3,50/m² bis EUR 4,50 /m². Die Gagfah hatte die Bestände seinerzeit mit einer "Sozialcharta" erworben (auslaufend zum 30.09.2014). Aus dem Inhalt: besonderer Kündigungsschutz, Höchstgrenzen für Mieterhöhungen, Begrenzung der Veräußerbarkeit der Wohnungen, Vorkaufsrechte der Mieter etc. Laut Zeitungsberichten liegt der Leerstand in Heidenheim und Umgebung bei ca. 14 % (Südwestpresse vom 19.12.12). Auch die Gagfah listet unter ihren ca. 4.500 Wohnungen einen Leerstand von 14%. Nach Maklerangaben sind die Gagfah-Wohnungen und -Gebäude stark sanierungsbedürftig. Laut www.Mieterbund.de: "Weil die Gagfah die Instandhaltungskosten auf EUR 7,-/m² und Jahr reduziert hat, verfällt der Wohnungsbestand." Die Folge sei ein hoher Leerstand. Der Zanger Berg gilt als nördlichster Stadtteil Heidenheims. Dahinter beginnt ein 80 km² großes Waldstück (beide Makler) und sei infrastrukturell gut erschlossen, Nahversorgungszentrum sowie Schule in direkter Nähe vorhanden. Zur Miete: Spanne von EUR 3,50 bis EUR 8,-/m² (sanierungsbedürftiger Altbau bis Neubau). In der direkten Umgebung bzw. in den Fondsobjekten kann am Zanger Berg laut Maklerangaben mit maximal EUR 5,- bis EUR 6,-/m² gerechnet werden, allerdings nur für topsanierte Wohnungen. Demografie: Die Bevölkerungszahl Heidenheims stagniert seit über 40 Jahren. Bis 2029 sieht das statistische Bundesamt eine Bevölkerungsentwicklung von minus ca. 10 %. Die tatsächlichen Ist- und Sollmieten sowie die erworbenen Flächen wurden uns nicht bekannt gegeben. Daher hat CHECK auch keinen Überblick über den Kaufpreis und das mögliche Wertsteigerungspotenzial.

Objekt Mönchengladbach-Rheydt: Das vollvermietete Objekt wurde zum unbekannten Faktor erworben. Die rückläufigen Einwohnerzahlen Mönchengladbachs (www.mg-heute.de: "In der Zeitspanne zwischen 2003-2011 verfestigte sich die Tendenz zu sinkenden Einwohnerzahlen, die Bevölkerung verringerte sich in diesem Zeitraum um 6.163 Personen auf 261.027 Einwohner."), müssen nicht zwangsläufig auf die Mietpreisentwicklung durchschlagen. Aus dem Umfeld liegen Mietofferten aus dem Zentrum von Mönchengladbach-Rheydt zu EUR 5,74/m² vor.

Objekt (Büro- und Geschäftshaus) Kassel liegt in der Fußgängerzone mit einer Gesamtmietfläche von ca. 2.000m². Kaufpreis unbekannt, Vergleichsmieten in direkter Nachbarschaft für Büro-, Praxis-, Ladenflächen: EUR 4,- bis EUR 6,75.

Objekt denkmalgeschütztes Gebäude (Projektname: "Höfe am Kaffeeberg") Ludwigsburg. Laut Immovation-Homepage-Darstellung beträgt die Gesamtmietfläche 3.908 m² auf einem 4.000 m² großen Grundstück.

2 Objekte, die sich auf dem von der IPSAK (Immobilien Projektgesellschaft Salamander Areal Kornwestheim) in Kornwestheim befinden. Hier soll die Immovation 3. KG einen REWE Markt (Nutzfläche ca. 2.000 m², Mietvertrag über mindestens 17 Jahre mit dreimaliger Verlängerungsoption zu je 5 Jahren für Rewe) und Erweiterungsoption eines Parkhauses erwerben. Des Weiteren eine Kindertagesstätte (ca. 880 m² Nutzfläche). Der Mietvertrag soll angeblich über 15 Jahre mit zweimaliger Verlängerungsoption für je 5 Jahre geschlossen sein.

Da die Mittelabflüsse des Fonds nicht eruiert und der Weg des Geldes (Investments und Desinvestments) nicht nachvollzogen werden können, kann eine Plausibilitätsprüfung der bisher insgesamt unvollständigen Angaben nicht erfolgen. Daher "nicht bewertbar".

Beispiel Nicht bewertbar (3)

Da die Finanzierung des Hotels im Renditefonds Parkhotel Bad Oeynhausen, Ventafonds, noch nicht gesichert ist, kann das Angebot zurzeit nicht bewertet werden. Der Entwickler, ein erfahrener Betreiber, der den

Hotelbetrieb übernehmen will und der wirtschaftlich verantwortliche Konzeptionär stehen zu dem Projekt und führen Verhandlungen mit Banken, die für die Finanzierung in Frage kommen. Die Banken erwarten einen schlüssigen Nachweis über die Platzierbarkeit am KG-Markt.

Beispiel Problemstufe

S&K Deutsche Sachwerte Nr. 2: Im Rahmen einer ausführlichen Fragenliste hat CHECK versucht, Aufklärung über anlegerelevante Besonderheiten des Angebotes zu erhalten. Bisher ohne Erfolg. Es geht z. B. um Testatsmissbrauch über Immobilienein- und Verkäufe (TÜV-Süd-"Gutachten"). Der Weg des Geldes erscheint uns unklar. Auszahlungen ohne Ergebnis sind grundsätzlich möglich. Es werden nicht nachvollziehbare Objektrenditen ausgelobt. Risiko: Treuhänderübergewicht gegenüber dem Treugeber. Die Anteilswerte des Fonds können nicht verifiziert werden. Die (meist nachrangigen) "Sicherheiten" des Fonds erscheinen uns "mangelhaft". Die Mithaftung für externe Verbindlichkeiten der Initiatorin bedeuten aus unserer Sicht ein unvertretbares Anlegerrisiko. Die fehlende Mittelverwendungskontrolle zieht zusätzlich ein extremes Einzahlungsrisiko nach sich.

Resümee

Die Qualität der renditestarken Immobilien-Fondsangebote, die ausreichend solide risikominimierende Faktoren aufzuweisen haben, wurde durch die Finanztest-Studie nicht erfasst. Die aus Anlegersicht starken Angebote erschließen sich, unabhängig von der Gewichtung des Finanzierungsrisikos, erst nach Würdigung weiterer, immobilienwirtschaftlich wesentlicher Faktoren wie Einkaufspreis, Standort, Mieterstruktur, Nachfragepotenzial und Verkaufsperspektive (die von der Finanztest-Studie nur teilweise erfasst wurden). Von den Bestandsfonds gelingt es kaum einem Fonds, in die CHECK-Qualitätsstufe aufgenommen zu werden. Unter den (relativierten) Blind Pools sind Beteiligungsangebote, die fondskonstruktive Mängel aufweisen. Andererseits ragen in diesem Segment auch Angebote hervor, die bei der Anlegerorientierung und Immobilienperformance deutlich über dem Wettbewerb rangieren. Dort können, dank überdurchschnittlicher Transparenz, wesentliche Fragen der Plausibilität schlüssig beantwortet werden.

58 Deutsche Immobilienfonds im Gegen-CHECK

fairvesta, Tübingen	Mercatus X	13,33
WIDe Wertimmobilien	WIDe Premium Fonds 1	10,10
Project Fonds, Bamberg	Project Reale Werte 12	8,60
ZBI, Erlangen	ZBI Professional 7	8,10
Project Fonds, Bamberg	Project Reale Werte 11	8,00
Kapitalpartner Konzept	Campus Bremen	7,38
DPF Emissionshaus	DPF Seniorenzentrum Herkenrath	6,90
Industriefinans Real Estate	Industriefinans Berlin Selektion 02	6,64
Primus Valor	Immochance 5 Renovation +	6,12
FHH Fondshaus Hamburg	Aktiv Select Deutschland II	6,00
Hahn Gruppe, Bergisch Gladbach	Pluswertfonds 159	5,40
GF Gesellschaft für Konzeption	Regio Flex Fonds 1	5,16
Hamburg Trust, Hamburg	Forum - Park Office	5,14
BVT, München	Real Rendite Fonds Nr. 1	5,07
FHH Fondshaus Hamburg	FHH Immobilien 14	4,96
Wealth Management Capital	Immobilien Deutschland 34	4,95
Sontowski & Partner, Erlangen	Regio Fonds Süddeutschland 8	4,84
Wealth Management Capital	Immobilien Deutschland 33	4,81
Wölbern Invest, Hamburg	Wölbern Deutschland Fonds 05	4,72
First Invest, Kassel	Deutsche Lebensmittelmärkte 01	4,67
Habona Invest, Frankfurt	Habona Fonds 03	4,59
UBG Unternehmensberatungsg.	UBG Mezzanine Fonds 1	4,47
MPC Capital, Hamburg	MPC Deutschland 11	4,40
Jost Vermögensverwaltung	SLC 2 Student Living Center	4,38
Kristensen Invest, Berlin	Kristensen Private Invest 03	4,23
Real I.S., München	Bayernfonds Deutschland 23	4,20
ZBI, Erlangen	Vorsorge Plan Wohnen 1	4,00
Signa Property Funds Deutschland	Signa 13 The Cube	3,94
Hannover Leasing, München	Grüne Mitte, Essen	3,91
IFK, Grünwald	IFK Sachwertfonds Deutschland 2	3,78
Hesse Newman Capital, Hamburg	Hesse Newman Classic Value 6	3,68
Sachsenfonds, Aschheim	Sachsenfonds Deutschland V	3,63
Hesse Newman Capital, Hamburg	Hesse Newman Classic Value 4	3,63
Real² Vermögensanlagen, Köln	Realwertfonds Rheinland	3,53
FHH Fondshaus Hamburg	Immobilien 12 Studieren & Wohnen	3,48
DFH Deutsche Fonds Holding	DFH Immobilienfonds 98	3,42
LHI Leasing, Pullach	LHI Immobilienfonds TU Berlin	3,41
Hamburg Trust, Hamburg	Domicilium 7	3,40
Hamburg Trust, Hamburg	Domicilium 9	3,21
DWS Finanzservice, Frankfurt	DWS Access Wohnen 3	3,01
DFH Deutsche Fonds Holding	DFH Immobilienfonds 97	2,69
E&P Real Estate, Köln	Sachwertfonds 123	2,50
Actiba Fonds AG, München	Actiba Immobilien Süddeutschland	n.b.
Artprojekt, Berlin	Wohnbaufonds Berlin-Potsdam	n.b.
Dresdner Nachhaltigkeitsfonds UG	Green Power City Ressort	n.b.
Ecorab Private Real Estate	Wohneigentum in Deutschland	n.b.
Eurix, Berlin	PropFund Germany 2	n.b.
Eurix, Berlin	PropFund Germany 3	n.b.
Euro Grundinvest, München	Euro Grundinvest Deutschland 17	n.b.
fonds[id] Emissionshaus, Berlin	Deutsche Immobilienrendite	n.b.
Immovation Immobilien Handels AG	Immovation Immobilien Handel 3	n.b.
Monumentreal Estate, Feldafing	Monumentreal Wohnbau Fonds	n.b.
Next Generation Fonds, München	Einzelhandelsfonds Deutschland 1	n.b.
Next Generation Funds, München	Immofonds Hochschule München	n.b.
One Capital Emissionshaus	ProReal Deutschland Fonds	n.b.
United Investors, Hamburg	Metropolitan Estates Berlin	n.b.
Ventafonds, Bremen	Parkhotel Bad Oeynhausen	n.b.
United Investors, Hamburg	Deutsche S&K Sachwerte Nr. 2	n.b.

Absteigend sortiert nach der von CHECK entwickelten Renditekennziffer: Premiumstufe 1+2: Grün -Qualitätsstufe: Hellgrün Durchschnittsstufe: Gelb: Unterdurchschnittsstufe: Hellbraun, Nicht bewertbar: Orange, Problemstufe: Rot

Verantwortlich für den Inhalt: Unternehmensanalyse Stephan Appel, Jaspersdiek 7, 22399 Hamburg * Telefon: 040 - 40 97 25, Fax: 040 - 40 98 66 www.check-analyse.de - Email: check-appel@t-online.de. Nachdruck oder Reproduktion (auch auszugsweise) nicht gestattet. Nur zur persönlichen Information.