

UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Analyse und Bewertung von Unternehmensbeteiligungen

Zum CHECK-Analysesystem

Jedes ernstzunehmende Investment verdient eine individuelle und in allen Punkten systematische Rekonstruktion und Auswertung der wichtigsten Leistungsmerkmale. Die CHECK-Analyse bereitet die Projektentwicklungsqualität und Marktpositionierung der Fondsangebote verdichtet auf und bewertet sie in ihrem spezifischen Markt. Die CHECK-Benotung dient der vergleichenden Einordnung des Angebots zum aktuellen Zeitpunkt der Analyseveröffentlichung.

BITTE BEACHTEN: CHECK-Analyse ist kein "Wertpapierdienstleistungsunternehmen" und unterliegt nicht dem Wertpapierhandelsgesetz. CHECK handelt nicht mit Wertpapieren und ist auch nicht an der Platzierung von Finanzprodukten beteiligt. CHECK analysiert und bewertet Finanzinstrumente wie geschlossene Fonds, neuerdings Alternative Investment KGs nach KAGB, die nur mit einer Vertriebslizenz der BaFin vertrieben werden dürfen. Unser Analyseprogramm erstreckt sich inzwischen auch auf Anleihen und Aktien. CHECK erstellt keine "Finanzanalyse" im Sinne des § 34 b WpHG. CHECK spricht keine Kaufempfehlung aus und erhebt keinen Anspruch auf eine vollständige Darstellung möglicher Risiken, die das Anlageziel und/oder das Anlegervermögen gefährden könnten. Auf der CHECK-Homepage finden Sie eine Nachanalyse der bisher veröffentlichten CHECK-Bewertungen (Updates in etwa jährlichem Abstand). Diese CHECK-"Leistungsbilanz" enthält auch die Analysen der Beteiligungsangebote, die negativ verlaufen sind: Siehe "NachCHECK". Dank der NachCHECK-Erfahrungen wurde das CHECK-Analysesystem fortlaufend weiterentwickelt und verbessert. Zusätzlich werden neue Bewertungskriterien – z. B. bei der Positionierung des Emissionshauses in veränderten Märkten – in das bestehende CHECK-Bewertungssystem aufgenommen und an das Risiko-/Rendite-Profil des seit 1997 geltenden CHECK-Sicherheits- und Renditebewertungssystems angepasst. Der CHECK-Initiator analysiert Unternehmensbeteiligungen seit 1991.

1
herausragend

1,25
exzellent

1,31
sehr gut (+ +)

1,75
überdurchschnittlich

2
gut

2,25
zufriedenstellend

2,5
angemessen

2,75
ausreichend

3
unterdurchschnittlich

3,25
schwach

CHECK-Investmentanalyse (AIF):

**Deutsche Finance PORTFOLIO Fund I GmbH & Co.
geschlossene Investment KG**

BETEILIGUNGS-TEST Nr. 2/15, Februar 2015

I-CHECK

INVESTMENTANALYSE

Wichtiger Hinweis: CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit geschlossener Fonds (AIF). 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.

1	herausragend
1,25	exzellent
1,31	sehr gut (++)
1,75	überdurchschnittlich
2	gut
2,25	zufriedenstellend
2,5	angemessen
2,75	ausreichend
3	unterdurchschnittlich
3,25	schwach

R = Marke gem. § 41 Markengesetz

PORTFOLIO FUND I

Präambel -

Beharrlichkeit und Sorgfalt

Der Beteiligungsmarkt für geschlossene Investment KGs hat sich grundlegend gewandelt. Nur sehr wenige Fonds erfüllen die strengen Risikomanagement- und Transparenzanforderungen des nun für alle Beteiligungen geltenden Kapitalanlagesetzbuches (KAGB). Der Deutsche Finance Portfolio Fund I GmbH & Co. geschlossene Investment KG gehört dazu (kurz: PORTFOLIO I). Mit dem PORTFOLIO I hat die Deutsche Finance Group einen weiteren nach dem KAGB regulierten Nachfolgefonds der bisher sehr erfolgreich laufenden AGP-Reihe aufgelegt

(Einmalzahlung mit Ansparvariante). Dass auch dieser Fonds von der BaFin für den Publikumsvertrieb per Dezember 2014 zugelassen wurde und dem Assetmanager weitreichende Optionen bei der Umsetzung der bewährten DF-Investmentstrategie lässt, beweist, dass die Arbeits-, Denk- und Handlungsweise der DF-Group den institutionellen Anforderungen des weißen Kapitalmarkts nicht erst seit Einführung des KAGB genügt. Die Anlagebedingungen des Fonds und die KVG (Deutsche Finance Investment GmbH, ebenfalls mit BaFin-Zulassung seit 16.10.2014) erfüllen zielgenau die Anforderungen des neuen Kapitalanlagerechts. Zugleich tragen sie dem

Erfordernis einer höchstmöglichen Flexibilität bei der institutionellen Zielfonds Auswahl Rechnung.

I Abgrenzung

Kein klassischer Dachfonds
Aufgrund der besonderen Zielfonds Auswahl legt die Deutsche Finance Group keinen typisch "klassischen Dachfonds" auf. Eigentlich trifft für die Deutsche Finance-Investment-Manager die Bezeichnung "indirekt beteiligter Supervisor für institutionelle Zielfondsexperten" besser zu. Dies wird deutlich:

1. an der Auswahlmethode der Zielfondsmanager. Diese Methode fußt auf einem extrem strukturierten und konsequent eingehalten Analyse- und Auswertungsprozess, der bisher offenbar jeden "Deal-Breaker" ausnahmslos identifiziert hat. Diese Deal-Breaker sind Ausschlusskriterien, die

Die CHECK-Ergebnisse:

GESCHÄFTSMODELL:	1,25
PORTFOLIOQUALITÄT:	1,15
EXITPERFORMANCE:	1,25
KAPITALBINDUNG:	1,25
LIQUIDITÄTSMANAGEMENT	1,2
PARTNERCONTROLLING	1,25
MANAGEMENTPERFORMANCE	1,25
RISIKOMANAGEMENT:	1,25
DUE DILIGENCE-QUALITÄT:	1,15
ANLAGEBEDINGUNGEN:	1,25
MARKTZUGANG:	1,15
RISIKOWERTUNG:	1,35
RENDITIEWERTUNG	2,27
CHECK-GESAMTWERTUNG:	1,31

(ERLÄUTERUNG SIEHE S. 11)

Die CHECK-Kernargumente:

-  **Investmentstil historisch bereits weitgehend KAGB-konform - durchgehend positive Performance**
-  **Entscheidende Erfolgsfaktoren:**
 - institutioneller Investmentstil
 - hohes professionelles Due Diligence-Niveau
 - über Jahre gewachsene Vernetzung mit lokalen Zielfondsmanagern
-  **straffes Zielfondscontrolling und faire Ergebnisverteilungsregelung - hohes Anlegervertrauen**
-  **DF-Investmentstil "antizyklisch" - bindet Partner und Mitinvestoren kooperativ ein - vorbildlich konsequentes Prozesscontrolling**
-  **hohe Substanzquoten des gebundenen Kapitals**

GLIEDERUNG/INHALT	SEITE
<u>Beharrlichkeit und Sorgfalt</u>	
I ABGRENZUNG:	2
Kein klassischer Dachfonds	
II PERFORMANCE:	4
Fortsetzung der bewährten Fondsstrategie	
III LIQUIDITÄTS- UND INVESTITIONSMANAGEMENT	6
interne Prognosekalkulation	
IV KOMPETENZEN UND ORGANISATIONSSTRUKTUR	8
In der Pflicht des Anlegers	
V GESCHÄFTSMODELLANALYSE	10
Plausibilität des Geschäftsmodells	
VI CASE STUDIES:	12
Kanada, Japan, USA, Birmingham, Paris, Tokyo	
VII DIE BETEILIGUNGSSTRUKTUR	13
Ausgereifte Anlagebedingungen	
VIII RENDITEKALKULATION	15
Ein- und Auszahlungsschaubild mit Nettoinventarwertverlauf/NAV	

I - CHECK - ANALYSE

Abgrenzung zu Immobilien-Hedgefonds-Strategien

Immobilien-Hedgefondsstrategien verlangen oft Milliardeninvestitionen, um große Immobilienpakete, zum Beispiel aus Bankverwertungen, aufzukaufen. Die Banken haben dadurch 2014 Problemkredite in Höhe von nominal EUR 80,6 Mrd. durch Verkauf an Hedgefonds aus ihren Büchern bereinigt (Bloomberg Jan./2015). Damit Hedgefonds auch von geringen Wert- und Mietpreissteigerungen profitieren (können), erkaufen sie sich diesen Vorteil durch ein systemimmanent hohes Hebelrisiko. Das Picking der "local heroes" ist unrentabel angesichts einer teuren, zeitaufwändige Due Diligence, auch wenn in diesem Segment deutlich höhere Renditen zu erzielen sind. Den Einkauf vollziehen externe Berater, die niemand persönlich kennt und die die Besonderheiten der lokalen Player nur auf dem Papier erfahren und daher selten effizient nutzen können. Megafonds gelten deshalb bei vertrauten Insidern als "stay away"-Kandidaten. Oft zeigen sich bei Megatransaktionen nach kurzer Zeit Umsatz- und Extrisiken (Researchfehler des Hedgefonds-Managers). **DAGEGEN:** Die individualisierte, persönliche Herangehensweise an lokale Zielfondsmanager ist erst nach langjähriger, gegenseitiger Beobachtung möglich. Auch die Zielfondsmanager bevorzugen Investoren, die vor überschaubarem finanziellem Hintergrund und mit individuell persönlichen Managementstrukturen arbeiten. Die Machtfülle volumenstarker Hedgefonds schreckt eher ab.

die Erfolgswahrscheinlichkeit der Investition gefährden können. Wird ein Deal-Breaker identifiziert, kommt ein Investment nicht in Frage. Kriterien und Anhaltspunkte für Deal-Breaker sind in keinem Lehrbuch zu finden und beruhen auf den exklusiven, jahrzehntelangen Erfahrungen der DF-Investmentmanager (daher bleiben die konkreten Zielfondsamen logischerweise diskret). Allein das "Investment Questionnaire" (Prospekt S. 59), dem sich jeder Zielfondsmanager unterziehen muss, offenbart mit über 100 detaillierten Fragen zur Objektperformance, Geschäftsabwicklung, zur persönlichen Reputation, zu der internen Ablauforganisation, zum Umgang mit Partnern, zum Risikomanagement, zur Dokumentationstreue und Reportingqualität, dass nur auf höchstem Niveau verhandelt wird. Dieses Niveau hat den DF-Investmentmanagern bei den Zielfondsmanagern hohen Respekt eingebracht. Weder Milliardenfonds mit hochgepuschten Investitionsquoten (meist weltweit operierende Hedgefonds) noch "No Names" oder Unternehmen mit unklaren Interessenstrukturen haben eine Chance, ausgewählt zu werden (trotz guter Performance).

2. an dem **Kooperationsstil mit dem Zielfondsmanagement**. Die Deutsche Finance ist bei jeder Investition gleichzeitig als Partner und Berater dabei. Dabei nutzt das Haus einen mittlerweile seit über einem Jahrzehnt von ihr selbst entwickelten Due Diligence-

und Risikomanagementprozess. Sie kann auf ein weltweites Netzwerk von institutionellen Investorenkontakten zurückgreifen, mit denen sie sich regelmäßig auf Augenhöhe über bestehende und geplante Investitionen austauscht. Suchen Dachfonds-Wettbewerber am Markt hauptsächlich etablierte Märkte und Core-Investments, setzen die Deutsche Finance-Profis auch auf Wachstums- und Nischenmärkte, die zum Beispiel pro Kopf erst ein Zehntel der Einzelhandelsverkaufsflächen etablierter Märkte aufzuweisen haben. Allerdings müssen auch die örtlichen Verwaltungsstrukturen hinreichende Transparenz und Durchlässigkeit aufweisen, um z. B. das Kapital aus einem Hotelprojekt in Myanmar nicht nur hinein, sondern mit Gewinn auch wieder heraus zu bekommen. Die besonderen Kenntnisse der administrativen Strukturen der Zielfondsmanager und deren lokaler Zugriff auf die ortsüblichen Gepflogenheiten beruhen auf komplexen Absicherungsstrukturen der Zielfonds. In der Identifikation dieser Strukturen sind die DF-Manager "zu Hause". Die DF-Investmentmanager-Entscheidungen weisen eine hohe Treffsicherheit auf. Die Analyse der erfolgstragenden Geschäftsabläufe der institutionellen Zielfonds durchläuft immer einen sechsstufigen Auswahl- und Entscheidungsprozess (Factsheet, Investment Questionnaire, Management Interview, Gutachterliche Stellungnahme, Factbook, Investitions-

empfehlung). Jeder Schritt (der in Papierform den Umfang eines Buches hat) wird bis zur Investitionsempfehlung konsequent abgearbeitet. Zuvor ist das gesamte DF-Leitungs-Team an den wesentlichen Entscheidungen - inkl. externer Experten - verpflichtend beteiligt.

3. an der **ganzheitlich ausgerichteten Managementanalyse**. Neben einer "awards"-reichen Vergangenheitsperformance (mehrere international anerkannte Immobilienperformanceauszeichnungen), besitzen die Investment-Manager eine schnelle intellektuell-analytische Auffassungsgabe, soziologisch-sozialpsychologisch geübtes Einfühlungsvermögen in die örtlichen Gepflogenheiten andersartiger (asiatischer, südamerikanischer) Geschäftskulturen und haben Managementqualitäten erworben, die in der deutschen Fondsbeteiligungsbranche Ausnahmecharakter haben. Daher spielt z. B. die Einschätzung der sozialen Bindungskraft der Schlüsselpersonen des Zielfondsunternehmens und damit die mit der Zielfondsstrategie verbundene personelle Kontinuität eine entscheidende Rolle.

4. an der **Perspektive der Zielfondsgeschäftsmodelle**. Während milliardenschwere Fonds auf Zielunternehmen setzen (in der vermeintlichen Annahme dadurch das Risiko zu senken), die die Performance etablierter Märkte abbilden, bauen die Investmentmanager der Deutsche Finance Group regelmäßig auf institutionelle Zielfonds erfahrener Anbieter aus der Region, die zum Beispiel aus Sonder-situationen in unentwickelten Märkten außerplanmäßigen Mehrwert erwirtschaften. Diese lokalen Entwickler kennen jeden Winkel ihrer Mikromärkte, entdecken frühzeitig jeden Deal der Opportunitäten aufweist, z. B. durch "distressed" gefährdete Projekte oder wer bspw. bankseitig keine Anschlussfinanzierung erhalten hat, oder ein "Schnäppchen", ein Hotelportfolio in Japan mit Assetmanagement-Potential, das durch die Endfälligkeit eines Fonds schnell und diskret einen Abnehmer finden muss.

5. an der **Detailgenauigkeit der Due-Diligence für Investitionen in institutionelle Zielfonds**. Bei den Sich-

I - CHECK - ANALYSE

tungen der Due-Diligence-Unterlagen einzelner Immobilienprojekte von Zielfonds konnte CHECK mehrfach feststellen, dass die Quartals- und Geschäftsberichte, die Standortgutachten, die Analyse einzelner Mietverträge, die Risikoberichte der involvierten Bauträger, die Planungsunterlagen für Projektentwicklungen, die gutachterlichen Stellungnahmen zur rechtlichen und steuerlichen Struktur jedes einzelnen Investments, die Kauf- und Verwalterverträge in allen untersuchten Fällen für jedes Einzelprojekt vom Zielfonds vorlagen, so als handele es sich um nicht einen mittelbar investierenden Dachfonds, dessen Aufgabe mit der Zeichnung, dem Abruf des Kapitals und dessen Rückführung endet. Die Materialdichte zu jedem Investment eines Zielfonds hat stets den Charakter einer Direktinvestmentdetailtreue. Auf diese Weise ist nachvollziehbar, wie der fachlich engagierte Austausch mit den Zielfondsmanagern auf qualifiziert höchstem Niveau stattfinden kann. Auf dem jährlichen DF-Investment-Forum in München unterstreichen ausgewählte Zielfondsmanager im Rahmen einer öffentlichen Präsentation, wie respektvoll der Umgang der Zielfondsmanager mit dem DF-Dachfondsmanagement ist. Die DF-Manager operieren weit entfernt von einem distanzierteren Dachfondskonzept üblicher Prägung. Das enge DF-Kooperationsverhältnis mit dem örtlichen Zielfondsmanagement ist Kernkriterium für die Zielfondsauswahl. Auch etablierte institutionelle Mitinvestoren, die den Austausch mit dem DF-Investment-Management pflegen, machen ihre Investitionsentscheidungen teilweise von der positiven Prüfung des Due-Diligence-Verfahrens der Deutschen Finance Group abhängig.

II Performance

Fortsetzung der bewährten Fonds-Strategie

Bei den Vorgängerfonds AGP ADVISORS GLOBAL PARTNERS

FUND III UND IV (AGP III und IV) wurde der AGP III mit mehr Eigenkapital platziert als geplant (ca. EUR 55 Mio.

bei Planvolumen EUR 25 Mio. EUR). Die in 2014 platzierten Übergangsfonds, wie der AGP IV, wurden mit ca.

Exit-Multiples: Das Exitgeschäft verläuft schrittweise. Größere Immobilienobjekte und Projektentwicklungen werden abschnittsweise verkauft. Das bedeutet, dass die verkauften Werte den Wert des investierten Kapitals deutlich übertraffen haben können, auch wenn erst 30 % oder 50 % eines Projekts verkauft worden sind. Gelistet werden in dieser Exit-Spalte rechts nur die zu 100 % veräußerten Exits. In der Spalte "Verkaufsstand" finden Sie den jeweiligen Verkaufsfortschritt in % der physischen Substanz zum Gesamtprojekt.

Dachfonds	Zielfonds	Sektor	Land	Stadt	Verkaufsstand	Exit Multiple
PPP	VB 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	73%	nn
PPP	VB 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Bernardo	97%	nn
PPP	VB 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Guarulhos	54%	nn
PPP	VB 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Campinas	21%	nn
PPP	RF 2	Wohnbauentwicklung	Indien	Delhi	17%	nn
PPP	RF 2	Büroentwicklung	Indien	Noida	45%	nn
AGP I	FU 2	Büroobjekt	Singapore	Singapore	100%	1,5
AGP I	GT 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	100%	1,7
AGP I	GT 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	100%	2,6
AGP I	GT 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	93%	nn
AGP I	GT 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	95%	nn
AGP I	GT 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	75%	nn
AGP I	GT 1	Büroobjekt	Brasilien	Sao Paulo	69%	nn
AGP I	GT 1	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	74%	nn
AGP I	GT 1	Logistikobjekt	Brasilien	Rio de Janeiro	100%	2,7
AGP I	GT 1	Entwicklungsrechte	Brasilien	Sao Paulo	100%	2,9
AGP I	AL 2	Telekommunikation	USA	Charlotte	100%	1,8
AGP I	OZ 2	Seniorenwohnen	USA	Bedford	100%	3,2
AGP I	OZ 2	Parkhaus	USA	Portfolio-Mix	79%	nn
AGP I	OZ 2	Hotel	USA	Portfolio-Mix	9%	nn
AGP I	OZ 2	Wohnbauentwicklung	USA	Portfolio-Mix	100%	1,9
AGP I	OZ 2	Wohnbauentwicklung	USA	Portfolio-Mix	100%	2,5
AGP I	OZ 2	Hotel	USA	Greenville	100%	1,8
AGP I	OZ 2	Spielcasino Development	USA	Oxford, Maine	100%	2,7
AGP I	OZ 2	Landentwicklung	USA	Florida	32%	nn
AGP I	OZ 2	Wohnbauentwicklung	USA	Puerto Rico (San Juan)	63%	nn
AGP I	OZ 2	Einzelhandel	USA	Portfolio-Mix	19%	nn
AGP I	OZ 2	Wohnbauentwicklung	USA	Dallas, Austin und San An	100%	2,2
AGP I	GT 2	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	71%	nn
AGP I	GT 2	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	55%	nn
AGP II	VB 2	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Natal	80%	nn
AGP II	VB 2	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Maringá	40%	nn
AGP II	VB 2	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	42%	nn
AGP II	VB 2	Landentwicklung	Brasilien	Sao Mateus	81%	nn
AGP II	VB 2	Landentwicklung	Brasilien	Cuiaba	64%	nn
AGP II	VB 2	Landentwicklung	Brasilien	Parauapebas, Para	98%	nn
AGP II	VB 2	Wohnbauentwicklung	Brasilien	Sao Paulo	49%	nn
AGP II	AG 2	Büroobjekt	Japan	Tokyo	100%	1,8
AGP II	AG 2	Wohnen, Einzelhandel	Südkorea	Seoul	74%	nn
AGP II	AG 2	Wohnen, Einzelhandel	China	Foshan	72%	nn
AGP II	AG 2	Development Side	Südkorea	Seoul	100%	1,6
AGP II	AG 2	Büroobjekt (Umwandlung in Eigen)	China	Hong Kong	82%	nn
AGP II	FO3	Büroobjekt	Japan	Tokyo	100%	1,6
AGP II	FO3	Büroobjekt	Japan	Tokyo	100%	1,6
AGP II	FO3	Wohnen, Einzelhandel	Südkorea	Seoul	92%	nn
AGP II	FO3	Wohnen, Einzelhandel	Südkorea	Seoul	89%	nn
AGP II	AC 2	Hotel	Deutschland	Berlin	100%	2,8
AGP II	HA 3	Büroobjekt	Großbritannien	London	100%	2,6
AGP III	PA 4	Büro, Einzelhandel, Industrie	Großbritannien	verschiedene Standorte	38%	nn
AGP III	RE 3	Hotel	Japan	verschiedene Standorte	51%	nn
AGP III	KH 2	Studentenwohnheim, Einzelhandel	Großbritannien	Edinburgh	100%	1,8
AGP III	KH 2	Büroobjekt	Großbritannien	Aberdeen	100%	3,0
AGP III	KH 2	Industriepark	Großbritannien	verschiedene Standorte	38%	nn
AGP III	KH 2	Büro, Einzelhandel, Industrie	Großbritannien	verschiedene Standorte	10%	nn
AGP III	KH 2	Wohnbauentwicklung	Frankreich	Paris	46%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Dominikanische Republ	Santo Domingo	10%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Peru	Lima	24%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Kolumbien	Mosquera	70%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Kolumbien	Bogota	40%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Kolumbien	Tocancipa	42%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Panama	Las Cumbres	32%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Peru	Lima	23%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Peru	Lima	41%	nn
IPP I	SB 1	Wohnbauentwicklung	Panama	Villalobos	33%	nn
IPP I	AV 1	Wohnbauentwicklung	Kolumbien	Medellin	77%	nn

FAZIT: Die regelmäßige Frequenz der DF-Zielfonds-Exits in ganz unterschiedlichen, konjunkturell teilweise divers tendierenden Märkten zeigt, dass die DF-Investmentstrategie nicht von bestimmten Wachstumstrends abhängig ist. Die DF-Bottom-Up-Strategie reagiert vielmehr auf eine individualisierte Zielfondsmanagerauswahl, die in ihren lokalen Märkten über ein Netzwerk an Objekten in Sonder Situationen oder exklusive Developments verfügen, extrem verlässlich agieren und mit hohem Eigenrisiko beteiligt sind. So ist es kein Zufall, dass das Modell "schnell drehen" bei hohen Turn-around-Multiples bzw. IRRs vorbildlich funktioniert!

I - CHECK - ANALYSE

EUR 17,5 Mio. (Planvolumen EUR 20 Mio.) geschlossen. Im etwa gleichkurzen Platzierungszeitraum erreichte der IPP II ebenfalls mehr Eigenkapital als geplant (EUR 23 Mio. anstatt EUR 20 Mio.). AGP III hat per Ende 2013 bei 8 Fonds Kapitalzusagen im Wert von ca. 40 Mio. EUR in den Währungen EUR, USD und GBP getätigt. Die institutionellen Zielfonds zahlen ihre Käufe teilweise in Landeswährung, so dass eine noch tiefere Währungsdiversifikation entsteht (bspw. indische INR, chinesische RMB und türkische TRY), meist bereits auf Zielfondsebene abgesichert in einer Weltwährung. Von dem gezeichneten Kapital waren kumuliert per Ende 2013 ca. 11 Mio. EUR bereits abgerufen worden. Per 30.09.2014 stellt der testierte Geschäftsbericht des AGP III fest, dass schon "66 % des verfügbaren Kapitals des AGP Advisors Global Partners Fund III abgerufen" worden sind. Das bedeutet, dass dieses Geld bereits "arbeitet". Dank der engzeitlichen DF-Performanceauswertung der Zielfondsinvestitionen konnte

donesien investiert und im Rahmen eines Secondary zehn bereits vollzogene Investments mit einem Preisabschlag übernehmen konnte.

Performance mindestens im Zielkorridor

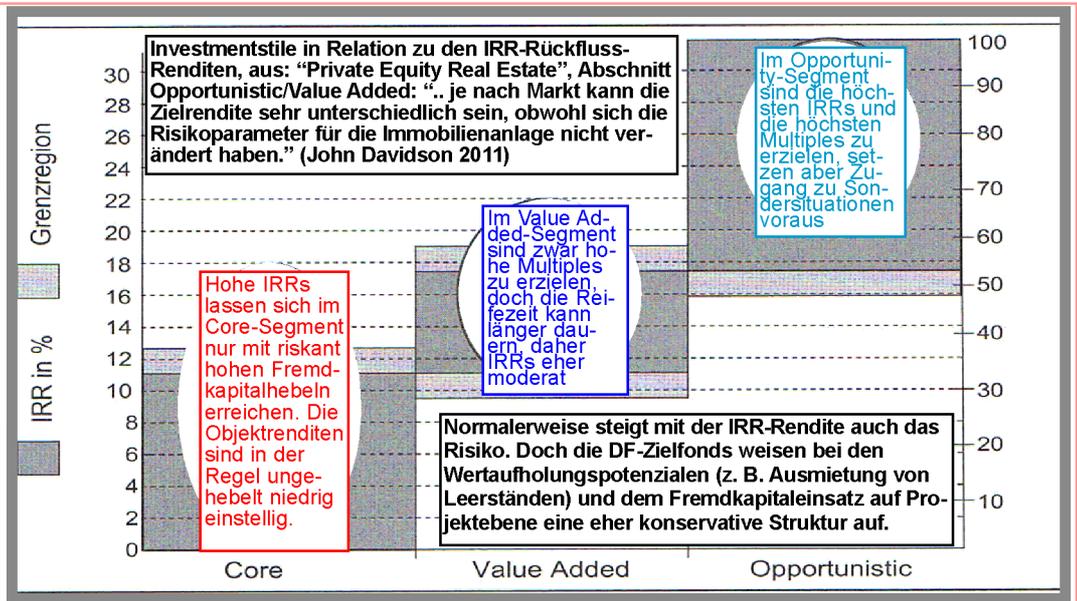
Die Schwesterfonds AGP I, II sowie IPP I und IPP II und der Erstlingsfonds PPP sind mit dem ihnen derzeit zur Verfügung stehenden Kapital (da teilweise von Ratenzahlungen abhängig) zwischen 31 und 97 Prozent investiert. Teilweise schütteten die institutionellen Zielfonds im Geschäftsjahr 2013 bis zu ca. EUR 1 Mio. an einen Dachfonds aus (IPP 1). Die Ertragskurve der Zielfonds und die bereits erfolgten Auszahlungen an Dachfonds scheinen die Erwartungen des DF-Managements mindestens erfüllt zu haben. Ein Soll-Ist-Vergleich ist zwar nicht durchgehend möglich, da eine Liquiditätsprognose nicht immer prospektiert wurde. Allerdings darf kalkulatorisch von einer internen Prognose ausgegangen werden, die vergleicht, ob die Zielfonds ihre Milestones erreicht haben. Dem-

Das kumulierte Investmentportfolio der Deutschen Finance Group weist per Ende 2013 insgesamt 25 Investitionssegmente auf (darunter Wohnungen, Büro- und Einzelhandelsflächen, Hotelzimmer, Senioren-Apartments, Parkplätze, Tank- und Raststätten, Häfen, Solarparks, Biogasanlagen, Golfplätze, Pipelines, Krankenhäuser). Im Rahmen dieser Segmente wurden in bisher 30 verschiedenen Ländern mit 52 institutionellen Immobilien- und Infrastruktur-Zielfonds über EUR 260 Mio. in bisher mehr als 1.300 Einzelprojekte investiert. Per Anfang 2014 wurde das Eigenkapital von ca. 12.800 Anlegern in über 7 Dachfonds mit einem kumulierten Platzierungsvolumen von über EUR 230 Mio. eingezahlt. Zahlengestützten Aussagen zur Fondsperformance, hier laut Konzernmitteilung Nr. 60, November 2014, lässt die DF-KVG neuerdings auf WPHG-Konformität prüfen. Das bedeutet, dass die aufgeführten Angaben zur Performance der Fonds von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer verifiziert werden. Eine neue Qualität in der

OPPORTUNISTIC: Objekte Unterbewertet, schwieriges Marktumfeld, notleidend gewordene Finanzierung, hohes Wertsteigerungspotenzial, Renditen von 30% und mehr, (sehr) kurze Haltdauer: Ein Schwerpunkt der DF-Zielfondsinvestitionen!

VALUE-ADDED: In diesem Segment - z. B. Projektentwicklung eines Umbaus Büro zu Wohnen durch Konzept- und Mieterwechsel, Ziel: Wertsteigerung, FK-Einsatz bis zu 70 %, kurze Haltdauer, i.d.R. werden Renditen von ca. 10 % bis 20 % p.a. erzielt.

CORE: In diesem Segment werden niedrige Renditen von unter 4% p.a. in Kauf genommen, um dafür eine hohe Sicherheit, z. B. durch einen langfristigen Mietvertrag mit einer staatlichen Behörde und einer indexierten Miete zu erhalten.



auch schon eine Rendite der Zielfonds ermittelt werden. Diese betrug "zum Stichtag 30.09.2014 14,1 % netto IRR" und der Wertschöpfungsfaktor bezogen auf das eingesetzte Kapital betrug das 1,3-fache. Das bedeutet, dass die Wertschöpfung dieser Investitionen in dem geplanten Rendite-Zielkorridor liegt. Darunter ist zum Beispiel ein Immobilienzielfonds, der in Landentwicklung in In-

nach wurden die gesteckten Ziele teilweise deutlich überschritten: "Bei beispielsweise 156 durchgeführten Transaktionen wurden bereits Einzelinvestments zu 100 % weiterverkauft (Exits) - mit insgesamt einer durchschnittlichen Rendite von über 20 % IRR." (Prospekt S. 56)

Vorbildliche Risikostreuung - testierte Portfolioliste

werblichen Darstellung des eigenen Unternehmens. Performancemittellungen werden nur noch nach externem "Faktencheck" veröffentlicht. CHECK-Portfolioqualität: 1,15

Erfolgreiche Exits

Per Ende 2014 befanden sich innerhalb der Dachfonds der Deutschen Finance Group kumuliert 50 Investments in der Exitphase und zwar an-

I - CHECK - ANALYSE

DAS GESCHÄFT MIT DISTRESSED ASSETS

(notleidende Kredite)

sind Bankdarlehen, die entweder schon gekündigt wurden oder die die Voraussetzungen für eine Zahlungsstörung erfüllen. Dazu gehören auch Kredite, die aufgrund einer veränderten wirtschaftlichen Lage nicht mehr erfüllt werden können. Eine Zahlungsstörung gilt nach § 490 BGB als eine Vertragsverletzung (Ausbleiben von Zins und/oder Tilgung). Nach Basel II muss bankseitig bei einem Zahlungsrückstand ab 90 Tagen und mehr ein Eigenkapital von 12 % bis 45 % (je nach Rating des Schuldners) hinterlegt werden. Die Banken profitieren von einem besseren Rating, wenn sie **Verlustrisiken vermindern und sich von notleidenden Krediten trennen**. Sie beweisen damit die Effizienz ihres Risikomanagements. Daher sind sie bereit, sich mit einem hohen Abschlag von notleidenden Krediten zu trennen (belegt durch mehrere Untersuchungen, z.B. Roland Berger 2005). Erörtert in: "Die Bewertung von notleidenden Krediten - "Distressed Assets"", Chrysanth Herr, Diplomarbeit 22.02.2007, European Business School, Reichhartshausen.

teilig zwischen 3 % und 99 % (DF-Auskunft von Januar 2015). Per Mitte 2013 waren bereits 23 Investments realisiert worden, davon 12 Investments mit über 50 %, 11 Investments zwischen 10 % und 50 %. Der ungewichtete Multiple (Vervielfältiger der Anschaffungskosten) lag bei dem durchschnittlich 2,3-fachen. Darunter sind auch Investments, die mit dem 5,6-fachen verkauft worden sind.

CHECK-Exitperformance: 1,25

Nettokapital für die Anleger - Plausibilität der Anlegerrendite

Das eingesetzte und investierte Kapital hat sich aus der Sicht der Dachfonds perspektivisch erfahrungsgemäß durchschnittlich um das 2,3-fache vermehrt (die aus den Geschäfts- und Quartalsberichten zurzeit ablesbaren Multiples liegen mit dem durchschnittlich ca. 3-fachen darüber, denn die Dachfondskosten sind noch nicht enthalten). Das eingesetzte Nettokapital der Einmaleinlagefonds (PPP, IPP I und II) entspricht ca. 1/1 und bei den kombinierten Fonds (AGP I bis IV) derzeit durchschnittlich ca. 2/3-Drittel des

Gesamtkapitals (was sich mit zunehmender Ansparung durch Ratenzahlung und Reinvestition/Thesaurierung in den späteren Jahren plangemäß ändern wird). Das Gesamtkapital ist der Betrag, den die Anleger inkl. Agio eingezahlt haben. Erst wenn das Gesamtkapital inkl. Agio durch Auszahlungen übertroffen wird, ist die Gewinnschwelle auf Anlegerebene erreicht. Dann wurde plausibel gezeigt, dass der Dachfonds sowohl die Zielfondsfees, die gewinnabhängigen Zielfondsmanagerbeteiligungen und die eigenen Verwaltungs- und Management-Dachfondskosten nebst Anlegerrendite (ohne Agio) vor Steuern erwirtschaften kann.

CHECK-Kapitalbindung: 1,25

III Liquiditäts- und Investitionsmanagement

Interne Prognosekalkulation

Nach Angaben des DF-Managements erfolgten die Rückflüsse aus den Zielfonds - innerhalb systemgemäßer Schwankungsbreiten - bisher erwartungsgemäß. Für den Erstlingsfonds "PPP", der kleinste unter den DF-Beteiligungen, wurden bisher kumuliert (inklusive 2014) 21 % des EKs ausgeschüttet bzw. zur Ausschüttung beschlossen. Dieser Fonds mit einem Platzierungsvolumen von EUR 7,1 Mio. hat die Nutzenschwelle auf drei Ebenen erreicht und darf daher als "Gesellenstück" für die Investitionsstrategie der DF-Gruppe gelten.

1. Auf der Ebene der Zielunternehmen. Denn diese haben die Exit-erwartungen der Ziel- und Dachfonds mindestens erfüllt. In der Regel haben sie das eingesetzte Kapital durchschnittlich zwischen dem zwei- und dreifachen zurückgeführt. Die IRR-Rendite fiel durchweg deutlich zweistellig aus, so dass auch die zeitliche Komponente weitgehend eingehalten werden konnte.

2. Auf der Ebene der Zielfonds. Die Zielfondsinvestments werden mit ihrem Zeitwert regelmäßig bewertet (wichtige Basis für die Einwertung des NAVs/Nettoinventarwertes auf Dachfondsebene). Auch auf dieser Ebene haben die kumulierten Ziel-

fondsbeteiligungswerte ihre Nutzenschwelle überschritten. Das bedeutet, dass die Beteiligung der Anleger am Dachfonds nach Zielfondskosten mehr wert ist als zum Einstiegszeitpunkt.

3. Auf der Ebene des Dachfonds. Der "Bewertungsüberschuss" der Dachfondsanteile an den Zielfonds hat auch ausgereicht, dass die Nutzenschwelle des Dachfonds inkl. Auszahlungen (knapp) überschritten wurde. Damit wird deutlich, dass sowohl die Zielfondsauswahl, das permanente Zielfondsbetreuungsmanagement (detailliertes und engzeitliches Controlling) als auch die Cash-Flow-Planung (Commitments, Liquidität für Abrufe, Ausschüttungen) auf Dachfondsebene bestätigt wird.

Damit wurde aus CHECK-Perspektive der Beweis erbracht, dass das DF-Dachfondsgeschäftsmodell tragfähig und leistungsstark ist. Einige institutionelle Zielfonds konnten schneller ausschütten als erwartet, so dass z. B. der DF-Dachfonds IPP 1 gemäß außerordentlichem Beschluss per Jahresende 2014 für das Geschäftsjahr 2014 Anfang 2015 vorzeitig ausgeschüttet werden kann.

Reinvestitionen bei ansparenden Fonds

DF-Fonds mit Ansparvariante, wie der PORTFOLIO I, gehören zu den reinvestierenden Fonds. Diese Fonds (vormals unter der Bezeichnung AGP-Reihe aufgelegt) reinvestieren die erzielten Zielfondsausschüttungen (insgesamt ca. 3 x) bevor mit Ausschüttungen an die Anleger begonnen werden soll. Reinvestitionen gehören bei diesen Fonds zur Strategie, damit das intern avisierte Renditeziel (dass am Ende mindestens das ca. 2-3-fache des durchschnittlich gebundenen Kapitals zurückgeführt werden kann) realisiert wird. Den ansparenden Fonds steht in der Ansparperiode konzeptionell weniger Kapital für Investitionen zur Verfügung als den einmalzahlenden Fonds. Auch muss ein bestimmtes eingezahltes Mindestkapitalvolumen erreicht sein, bevor in Zielfonds investiert werden kann.

I - CHECK - ANALYSE

Optimierung des Auszahlungszeitpunkts

"Die Zielinvestitionen werden bis zur Beendigung der Laufzeit in mehreren Investitionsphasen erworben und dazu wird der PORTFOLIO I auch Rückflüsse aus den Vermögensgegenständen inklusive Erträge reinvestieren. Investitionsphase 1 wird plangemäß am 31.12.2017 abgeschlossen sein, Investitionsphase 2 beginnt am 01.01.2018 und endet plangemäß am 31.12.2021 und Investitionsphase 3 beginnt am 01.01.2022 und wird am 31.12.2024 plangemäß abgeschlossen sein." (Prospekt PORTFOLIO I S. 143). Das investierte Kapital soll längstmöglich rentierlich gebunden sein, bevor schrittweise Eigenka-

stimmung der erwarteten Zielfondsexits ausreichend Liquidität genau zu dem Zeitpunkt vorzuhalten, zu dem sie für weitere Abrufe gebraucht werden ohne dafür zu viel Liquidität parken zu müssen. Um Interessenkonflikte zu vermeiden, verzichten die DF-Fonds darauf, sich untereinander zwischen zu finanzieren. Für den Fall einer Überbrückung von Liquiditätsengpässen ist die Aufnahme von einer Zwischenfinanzierung grundsätzlich möglich. Auf Zielfondsebene darf bis zu einer KAGB-zulässigen Quote finanziert werden. Die Folge ist, dass nur sehr konservativ strukturierte und eigenkapitalstarke institutionelle Zielfonds gezeichnet werden, die diese Grenze nicht überschreiten.

chen Vermögenswerte, in der Regel bei oder kurz vor Auflösung der Zielfonds, steht fest, wie hoch der quotele Gewinnanteil für Dachfonds ausgefallen ist. Sind alle wesentlichen Zielfondinvestments durch Auflösung/Veräußerung abgewickelt worden (darauf hat der Dachfonds keinen direkten Einfluss), kann auch der Dachfonds aufgelöst werden. Die Auflösung des DF-Dachfonds liefert das tatsächliche Endergebnis, das dem Investor für sein eingesetztes Kapital ausgekehrt werden kann. Eine feste Ausschüttung wurde nicht geplant. Die Rückzahlungen der Zielfonds sind von schwer planbaren Marktbedingungen und lokalen Abwicklungsprozessen abhängig. Das DF-Management plant

Typisches Zielfondsinvestment - Erwerb einer Immobilie

An- und Verkauf - Renovierung, Neuvermietung, Anschlussmietverträge
Verkauf nach ca. 24 bis 36 Monaten

	Ankauf 01.10.2013	Mietentwicklung/Kosten	Verkauf 11.10.2016
Leerstand	40 %		5 %
Mieteinnahmen	€ 960.000		
Kaufpreis inkl. NK (20-fach)	€ 19.200.000		
Eingesetztes Kapital	€ 10 Mio. <input type="checkbox"/>		
Kosten Renovierung		€ 2 Mio.	
Zinskosten		€ 830.000	
Netto-Mieteinnahmen:			
Anfang	€ 750.000		
während der Renvoierung		€ 1.250.000	
nach der Renvoierung			€ 1.520.000
Verkaufspreis			€ 30.400.000
Gesamtertrag nach allen Kosten			€ 11.320.000
Multiple auf eingesetztes Kapital			2,13

Der Vermietungsquote konnte durch Renovierungsmaßnahmen von 60 % auf 95 % gesteigert werden (Quelle DF)

diese Fristen zwar ein (durchschnittlich 3 Jahre Haltedauer für ein Zielinvestment), hat jedoch auf die Rückflusszeitpunkte keinen direkten Einfluss. Den Zielfonds-Erfahrungswerten des DF-Investmentmanagements (hinsichtlich Investitions- und Desinvestitionsrythmen) kommt

pital mit Rendite zurückgeführt/ausgezahlt werden soll. In der Cash-Planung der KVG tritt dieser Zeitpunkt dann ein, wenn erwartungsgemäß

1. die noch erfolgenden Abrufe aus der vorhandenen und noch eintreffenden Liquidität geleistet werden können und

2. die Cash-Flow-Planung bis zur Fondsauflösung ein Gesamtextit an die Anleger in Höhe des ca. 2-3-fachen des durchschnittlich gebundenen Kapitals ausweist (CHECK-Annahme).

Intelligentes Liquiditätsmanagement zur Kapitalbindungsoptimierung

Eine Kernherausforderung an das Liquiditätsmanagement des DF Investmentmanagers besteht darin, in Ab-

Vorteil durch kapitalstarke, bereits investierte Schwesterfonds

Ansparende Fonds brauchen systemgemäß einen längeren Zeitraum, um in die Ausschüttungsphase zu kommen. Ein Vorteil für die ansparenden Fonds ist, dass ihre kapitalstärkeren Schwesterfonds den Zugang zu erprobten Zielfonds bereits geebnet haben. Den ansparenden DF-Fonds fällt es dann leichter, mit geringeren Beteiligungsbeträgen flankierend zu investieren, um trotz hoher Mindestbeteiligungsgrenzen (z.B. ab 10 Mio. EUR) mit den institutionellen Zielfonds-Großinvestoren mitinvestieren zu können.

Rendite steht erst beim Exit fest

Erst bei Veräußerung der wesentli-

daher eine Schlüsselrolle für den Fondserfolg zu.

Die hohe Kunst der Auswahl und des Timings

Die sorgfältig strukturierte, verantwortungsvolle Zielfonds-Due-Diligence der Investmentmanager der Deutschen Finance Group hat dazu geführt, dass die Zielfonds bisher ausnahmslos die in sie gesetzten Erwartungen erfüllt haben. Wenn ein Investment einmal, statt mit dem 1,6-fachen in 4 Jahren, wie in der DD-Planung erwartet, bei einem Immobilienprojekt mit dem 1,2-fachen in 1 Jahr abschloss, so wurde dieser geringer ausgefallene Exit mit hoher IRR durch überdurchschnittliche Multiples deutlich überkompensiert (Beispiel für

I - CHECK - ANALYSE

Exits bis zum knapp 3,6-fachen (siehe unten). Die jahrelang aufgebaute, unter den besten institutionellen Zielfondsmanagern gepflegte Vernetzung bei lokal bestens etablierten Entwicklern in vier Kontinenten hat die Basis dafür geschaffen, dass alle Performance- und Zahlungsziele des DF-Investmentmanagers bisher erreicht bzw. übertroffen wurden.

CHECK-Liquiditätsmanagement: 1,2

IV Kompetenzen und Organisationsstruktur

Initiatorengruppe - Vertriebsmanagement

Die Deutsche Finance Group ist strategisch in die Bereiche Konzernsteuerung, Vertrieb und Kapitalverwaltung gegliedert und wird von den Vorständen Thomas Oliver Müller (Vorsitzender, über 20 Jahre Fondserfahrung und Vorreiter innovativer Fondskonzepte mit institutioneller Prägung), Dr. Sven Neubauer (Investitionsvorstand, Track Record, siehe S. 9, 10) und Alfred J. Kremer (Vertriebsvorstand, mit langjähriger Platzierungsverfahren) geleitet. Die Rechtsanwältin Rüdiger Herzog (Vorsitzender), Dr. Dirk Rupietta und Dr. Tobias Wagner achten als Aufsichts-

räte auf die Kontrolle des Vorstandes der Deutschen Finance Holding AG. Der Vertrieb wird über externe beratungsorientierte, aktive Vertriebspartner realisiert. Darunter sind CHECK gut bekannte Vermittler, die sich den Herausforderungen des weißen Kapitalmarkts konsequent stellen. Das DF-Vertriebsmanagement legt auf eine enge und vertrauensvolle Zusammenarbeit sowie eine hohe Beratungsqualität im Sinne des KAGB großen Wert.

In der Pflicht des Anlegers

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft wird von den Geschäftsführern André Schwab und Symon Hardy Godl (Performance siehe unten) geleitet. Als Aufsichtsrat in der KVG fungieren Dirk Schekerka (Leitender Equistone-Manager, ehemals Barclays Private Equity, bisher 400 Transaktionen mittelständischer Buy-outs, Volumen zwischen EUR 50 und 500 Mio., aktuell 60 Gesellschaften im Portfolio), Dr. Tobias Wagner (Vorstand NEMETSCHEK-Gruppe, GF Allplan Systems und AIS Management und AR bei AIS Energy Advisors, innovativer Unternehmensgründer und Multiplikator für Top-Manager in der IT-Branche) und Hans-Jochen Brandt (leitet 2

Steuerberatungskanzleien, die sich u. a. auf Unternehmenstransaktionen spezialisiert haben).

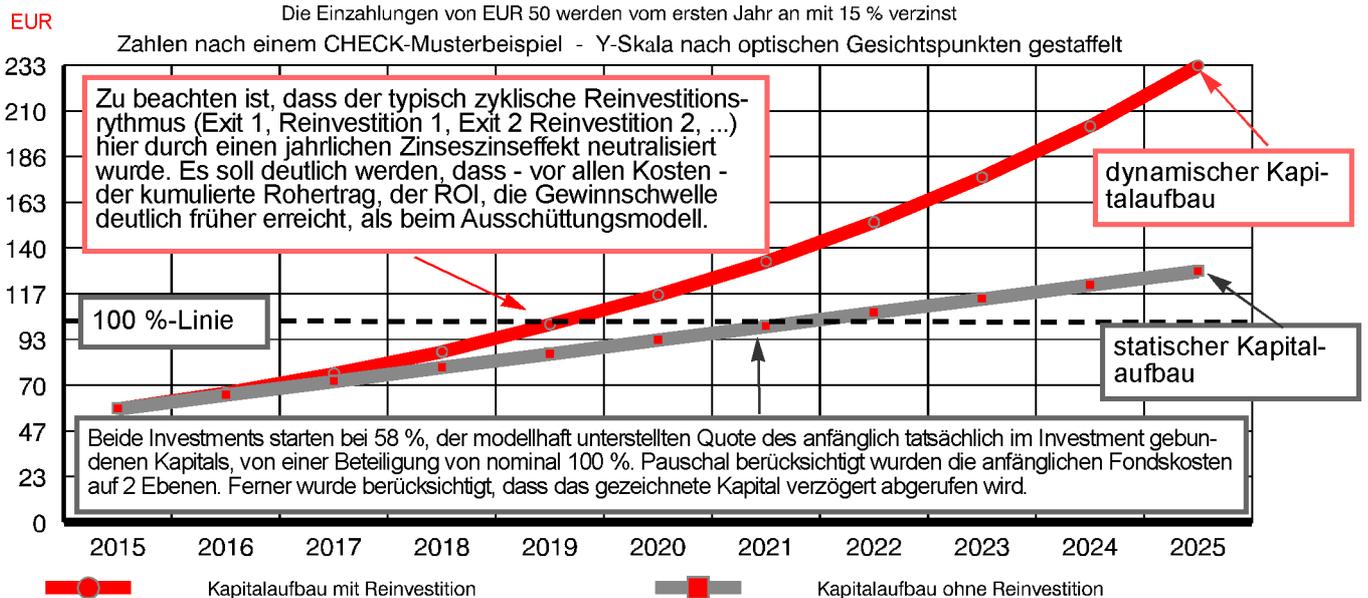
Durchgehende Verantwortung gegenüber dem Investor

Die DF-KVG nimmt ihre Verantwortung gegenüber dem Investor, der BaFin und der Verwahrstelle überaus ernst. Neues, gut ausgebildetes Personal wird eingestellt, um den wachsenden Prüf- und Dokumentationsaufwendungen sorgfältig gerecht werden zu können (CHECK-Sichtungen vor Ort). Sie setzt damit Maßstäbe, wie die interne Unternehmensorganisation sowie das operative Investmentmanagement miteinander verzahnt sein müssen, damit das anspruchsvolle Ziel einer risikoadäquaten Rendite bei geringstmöglichem Risiko zeitgerecht umgesetzt werden kann. Vorausschauend bietet die Deutsche Finance Group nicht nur institutionellen und professionellen Investoren ihre Dienstleistung an, sondern diversifiziert das Platzierungsrisiko auch unter Retail-Investoren, die sich weiterhin über Publikums-AIF-Beteiligungen am Potenzial einer institutionell gemanagten Fondsstrategie beteiligen können.

MUSTER !! Kapitalaufbau mit und ohne Reinvestition

Die Einzahlungen von EUR 50 werden vom ersten Jahr an mit 15 % verzinst

Zahlen nach einem CHECK-Musterbeispiel - Y-Skala nach optischen Gesichtspunkten gestaffelt



Zu beachten ist, dass der typisch zyklische Reinvestitionsrhythmus (Exit 1, Reinvestition 1, Exit 2 Reinvestition 2, ...) hier durch einen jährlichen Zinseszinsseffekt neutralisiert wurde. Es soll deutlich werden, dass - vor allen Kosten - der kumulierte Rohertrag, der ROI, die Gewinnschwelle deutlich früher erreicht, als beim Ausschüttungsmodell.

dynamischer Kapitalaufbau

statischer Kapitalaufbau

Beide Investments starten bei 58 %, der modellhaft unterstellten Quote des anfänglich tatsächlich im Investment gebundenen Kapitals, von einer Beteiligung von nominal 100 %. Pauschal berücksichtigt wurden die anfänglichen Fondskosten auf 2 Ebenen. Ferner wurde berücksichtigt, dass das gezeichnete Kapital verzögert abgerufen wird.

Erläuterung: Vergleichender Kapitalaufbau - vereinfachte Darstellung: rot: mit Reinvestition, grau: ohne Reinvestition: Um den Effekt deutlich zu machen, wurde in beiden Fällen 15 % p.a. angesetzt. Bei den Reinvestitionen erfolgen keine Ausschüttungen während der Investitions- und Reinvestitionsphase. Im Beispiel ohne Reinvestition werden die jährlichen Erträge ausgeschüttet und dem Restkapital zugerechnet, ohne erneut verzinst zu werden. Die zweite Kurve enthält - im Gegensatz zu der ersten - keinen Zinseszinsseffekt.

I - CHECK - ANALYSE

Konsequentes Controlling auf drei Ebenen

Risikokontrollen finden auf der Ebene der Dachfonds, der Zielfonds und der Zielinvestments, statt. Einen Teil des Controllingsystems erfüllt zusätzlich die Verwahrstelle, die nach KAGB die Anlegerinteressen gegenüber dem Fondsmanagement wahrt und einfordert. Die Überprüfung der Einhaltung der Anlagebedingungen gehört zu ihren wesentlichen, laufenden Aufgaben. Die für diese Aufgabe geeignete, weil langjährig erfahrene Caceis-Bank, die selbst aus einer Immobilienbank hervorgegangen ist, muss

DF-Zielfondsinvestments	Flächen/Anzahl
Wohnungen	111.462
Büroflächen	1.858.490 qm
Hotelzimmer	13.855
Senioren-Apartments	2.469
Studenten-Apartments	1.734
Bestehende Parkplätze	53.657
Tank- und Raststätten	113
Krankenhäuser	13
Häfen	26
Windparks	17
Solarparks	6
Logistikflächen	1.427.873 qm
Einzelhandelsflächen	1.446.621 qm
Gewerbeparkentwicklungsflächen	42.978.171 qm
Kraftwerke	52
Wasserversorger	2
Pipelines	3
Fährgesellschaft	1
Netzbetreiber Stromnetze	1
Netzbetreiber Telekommunikation	2
Biogasanlagen	101
Grundstücke - Fertighäuser	20.150
Mineralöldepots	3
Golfanlagen	8
Energiedienstleister	1
Stand, Herbst 2014, Quelle: DF	

die Einhaltung der Investitionskriterien jederzeit belastbar nachvollziehen können. Anlagebedingungen, die sich nicht überprüfen lassen sind daher nicht genehmigungsfähig. CHECK konnte sich vor Ort mehrfach auch von der regelmäßigen und fachkundigen Kontrolle der institutionellen Zielfondsmanager durch das DF-Management überzeugen. Auf Basis der Aktenrecherche vor Ort wurde erkennbar, dass auch die Zielfonds systementsprechenderweise eine ver-

gleichbar professionelle Organisations- und Controllingstruktur aufzuweisen haben.

CHECK-Partnercontrolling: 1,25

Quartalsweise ca. 2.000 Seiten Auswertungsberichte

Jeder Quartalsbericht wird regelmäßig ausgewertet, in ein eigenes DF-Datenbanksystem eingepflegt und auf Auffälligkeiten durchsucht. 2.000 bis 3.000 Seiten komplexe Zielfonds-Quartalsergebnisse von mehr als 40 institutionellen Zielfonds. Gutachten, Testate über Belege über die erzielten Ergebnisse und die angegebenen Kosten. Diese Berichte sind von der Qualität und Ausführlichkeit einer vorläufigen Geschäftsbilanz (bis zu 100 Seiten pro Bericht). Geschultes DF-Personal und ein konsequentes Controlling (immer 4-Augen-Prinzip), stellen sicher, dass die aus den Berichten eingepflegten Eingaben korrekt und schlüssig sind. Auffälligkeiten (z.B. Wertberichtigungen bei einem Zielinvestment), lösen unmittelbar ein internes Risikomanagement mit festen Zuständigkeiten für konkrete Handlungsanweisungen aus. CHECK konnte sich vor Ort einen Überblick und auszugswise Einblick in das Handling und die Qualität der Zielfonds-Ausgangsquellen und die daraus erstellten DF-Auswertungsberichte verschaffen.

Faktoren des überdurchschnittlichen Erfolgs

Das Deutsche Finance-Management beherrscht wesentlich 3 ausschlaggebende Wettbewerbsvorteile:

- Die DF-Manager arbeiten durchgehend mit institutionellen Opportunity/Value Added-Zielfondsmanagern zusammen, die jeweils lokal über das Immobilien-, Infrastruktur-,

Banken- und Projektentwicklungs-Know-how verfügen, aus Sondersituationen und/oder Standortvorteilen den größtmöglichen Nutzen zu ziehen. Fast durchgehend spielen Sondersituationen beim Einkauf und der Wertschöpfung der Investments/Projekte/Assets durch die Zielfondsmanager eine entscheidende Rolle. Bei der Performanceanalyse der Zielfondsmanager verlassen sich die Investmentmanager der Deutschen Finance nicht auf reine Papiervorlagen, sondern prüfen durch Cross-Checks im Markt vor Ort, ob die Verlässlichkeit ihrer Prüfkandidaten auch von unabhängiger Seite (und/oder der Konkurrenz!) bestätigt werden kann. Dieses Vorgehen vermeidet Überraschungen bei unvollständigen Hintergrundinformationen zur Historie orts(un)üblicher Geschäftsgebaren.

- Die DF-Manager verfügen über ein Immobilien-, Finanzierungs-, Verwaltungs- und Controlling-Know-how im Real-Estate-Private-Equity und Infrastruktur-Segment, das über Jahrzehnte auf hohem, professionellem Ausbildungs- und Erfahrungshintergrund gewachsen ist. Weltweit anerkannte Immobilien-Awards für frühere Immobilienmanagementleistungen für institutionelle Investoren zeichnen das DF-Investmentmanagement aus. Den operativen DF-Managern gelingen der globale, makroökonomische Zugang zu den weltweit interessantesten Immobilienmärkten sowie der lokale, mikroökonomische Zugriff auf die "Perlen" risikoarmer, weil durch hohe Nachfrage unterlegte Zielinvestments. Dort, wo andere, etablierte Private Equity-/ Hedgefonds aussteigen, die Komplexität scheuen, dem Trend misstrauen, etablierte Verwaltungsstrukturen vermissen und eingespielte Industriestandards nicht ohne weiteres abgerufen werden können, suchen die DF-Manager unter den Emerging Countries die örtlichen Profis, die die regionalen Besonderheiten möglichst exklusiv zu nutzen wissen. Dank eines daraus seit über einem Jahrzehnt gewachsenen Netzwerks unter den ca. 200 weltweit gefragtesten institutionellen Investmentprofis verfügen die DF-Manager über den Zugang zu einem kontinuierlichen Deal-Flow unter den ca. 500 besten, außerbörslichen

I - CHECK - ANALYSE

institutionellen "Spezial-Zielfonds".

- Die DF-Manager erfüllen mit konsequenter Disziplin die Erfordernisse eines mehrstufig kontrollierten Auswahlprozesses für institutionelle Zielfonds, kombiniert mit einer jahrzehntelang gewachsenen Controllingkompetenz über den Ankauf und die Verwaltung ihrer Zielfonds. Ausgereifte kaufmännische Vertrags- und Verhandlungsfestigkeit mit international versierten Partnern haben das DF-Team trittsicher im Umgang mit komplexen Interessenlagen und volatilen Rechtsräumen gemacht.

Vorgeschichte der operativen Managementperformance

Die Due Diligence der institutionellen Zielfonds verantworten Dr. Sven Neubauer als Konzern-Investitionsvorstand der Deutschen Finance Group sowie Symon Godl und André Schwab als Geschäftsführer der Deutsche Finance Investment GmbH. Dr. Neubauer und Symon Godl haben beim E.ON-Konzern für dessen Kapitalanlagen seit 2003 binnen 4 Jahren maßgeblich das globale Immobilienportfolio des Konzerns aufgebaut und in diesem Zeitraum knapp 700 institutionelle Immobilienfonds gescreent, davon 156 im Detail geprüft und mehr als 60 Fonds mit einem Investitionsvolumen von insgesamt knapp EUR 3 Mrd. gezeichnet. Die "Performance des Asienportfolios seit 2004" erreichte eine IRR-Rendite von "netto 23 % p. a." nach Kosten

und Gewinnbeteiligungen. Dieses Portfolio war den IPÉ-Immobilien spezialisten ("Investment and Pension Europe") fünf Auszeichnungen wert. Der "E.ON's GPS" wurde 2006 der "run away winner" und 2007 zum "Best European Pension Fund" gekürt. Platinwürdig war der Jury das Immobilieninvestitionsvolumen von EUR 3 Mrd. GPS erzielte demzufolge mit seiner "balanced core plus"/"value added risk"-Strategie einen Netto-IRR von 15 % p. a. Dieser prämiereife Auswahlprozess für institutionelle Zielfonds wurde kontinuierlich weiterentwickelt und bei der Deutschen Finance Group erfolgreich integriert.

Performance weiterer DF-Group-Manager

Ebenfalls zum Team gehört Prof. Dr. John Davidson, der über die UBS Global Asset Management, Zürich, das Private Equity Geschäft als Alternativ Fund Advisor kennen gelernt hat, um dann für die Swiss Re AG ein globales Portfolio aus 27 institutionellen Immobilienzielfonds, Wert CHF 1,4 Mrd., aufzubauen. Neben seiner leitenden Funktion bei der Deutsche Finance Investment GmbH ist er Professor und Dozent für "Private Equity Real Estate" an der Universität Luzern, Fakultät Finance & Banking.

Managementkontrolle - Testate

Die Jahresabschlüsse der institutionellen Zielfonds werden nach internationalen Regeln meist von den "big

four" (KPMG, Ernst & Young, PWC, Deloitte) und vergleichbaren WP's bestätigt - feste Anforderung der Zielfonds-Due-Diligence. Die Leistungsbilanzen der Deutschen Finance Group (zuletzt und 2012) beruhen auf WP-geprüften Jahresabschlüssen der Dach- und Zielfonds. Außerdem wurde die Leistungsbilanz 2012 gesondert testiert (siehe oben die Portfolio-liste "DF-Zielfondsinvestments"). Die Zahlen der Quartalsberichte der institutionellen Zielfonds werden auf Plausibilität geprüft. Darunter die operativen Objektkennzahlen je nach Baufortschritt, sowie die Budgetierung und Wertermittlung der Zeitwerte. Die Exitprognosen beruhen regelmäßig auf objektiv nachvollziehbaren Marktkennziffern. Dadurch ist nach institutionellen Standards eine kontinuierliche Zeitwertbestimmung der Investitionsobjekte möglich (NAV/Nettoinventarwert/Anteilswert, Basis: Vermietungsquoten, Miethöhe, Vergleichstransaktionen und Verkaufsvervielfältiger).

Investmentstil - exklusive USP

Die Einhaltung der Due Diligence-Disziplin nach dem Vorbild institutioneller Investoren haben die Investmentmanager der Deutschen Finance aus ihrer E.ON-Tradition mitgebracht. Straff strukturierte Abläufe bei allen Entscheidungsvorbereitungen haben den Blick für fehlerhafte Organisationsstrukturen geschärft und bisher verhindert, dass ein Dachfonds der Deutschen Finance Group nicht optimal investiert ist. Durch die langjährige Praxis dieser Investmentdisziplin erkennt das DF-Investmentteam zielgenau die Qualitäten der Zielfondsmanager. Das Zielfondsnetzwerk gehört zur exklusiven USP der Deutschen Finance Group (die Zielfonds werden logischerweise nicht benannt). CHECK-Managementperformance: 1,25

V Geschäftsmodellanalyse

Plausibilität des DF-Geschäftsmodells

Das DF-KVG-Management wurde durch die BaFin umfassend daraufhin geprüft, ob die Manager den Anforderungen des KAGB als KVG-Geschäftsführer gerecht werden. Auch die Verwahrstelle vergewisserte sich,



I - CHECK - ANALYSE

ob sie eine Verwaltungsverpflichtung für die Mittelflusskontrolle anlegerverantwortlich und KAGB-gerecht übernehmen kann. Die BaFin achtet auskunftsgemäß "auch auf das Geschäftsmodell". Eine umfassende Plausibilitätsprüfung des Geschäftsmodells überschreitet zwar ihren Auftragsrahmen, gleichwohl würde nach CHECK-Auffassung ein Beteiligungsmodell mit unrealistischen Kosten- und Ertragsprämissen, die gängigen Markterfahrungen widersprechen, keine Vertriebsgenehmigung erhalten.

Zügige Genehmigung als Kapitalverwaltungsgesellschaft
Bestätigt ist, dass die Deutsche Finance Group sehr zügig die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb als Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) gemäß § 20 KAGB erhalten hat. Hintergrund ist mit Sicherheit, dass die Deutsche Finance Group bereits vor Inkrafttreten des KAGB ein Auswahl-system und die nachgelagerten internen Kontrollen, das Risiko- und Liquiditätsmanagement sowie die Anleger- und Vertriebsbetreuung auf einem sehr hohen Niveau durchgeführt hat. Die Prozesse wurden dem Grundsatz nach über die gesamte Historie der DF-Fonds entwickelt und mussten unter dem KAGB lediglich ergänzend personell und strukturell angepasst werden.

Umsetzung des DF-Geschäftsmodells
Die Umsetzung des DF-Geschäftsmodells lässt sich am besten an konkreten Beispielen erläutern. Wie wird der operative Cash-Flow verdient und wie kann über die Belastung doppelstöckiger Kostenstrukturen hinaus eine attraktive Anlagerendite erwirtschaftet werden (Kernfrage der Plausibilitätsprüfung)? Dazu greift CHECK auf Beispielinvestments aus dem DF-Portfolio früherer Fonds zurück. Die Beispiele dienen als "pars pro toto" und/oder sog. "case studies". Sie sind als beispielhafte, typische DF-Zielfondsinvestments anzusehen und sollen den Investitions- und Desinvestitionsprozess verständlich machen. Sie können nicht das vollständige Investitionsvolumen abbilden. Da jedoch eine Durchschnittsbetrachtung der Zielfondsperformance nach beispielhafter Prüfung eini-

ger institutioneller Zielfonds keine negativen Abweichungen hervorgebracht hat, entsteht durch diese Auswahl aus CHECK-Perspektive kein unangemessen falsches Bild.

Erläuterung der DF-Commitment-Strategie
Insgesamt verpflichteten sich die DF-Fonds per Ende 2012 (Testierte Leistungsbilanz per Ende 2012) für ca. 30 institutionelle Zielfonds Eigenkapital deutscher Privatanleger von knapp EUR 167 Mio. bereitzustellen (Commitments/Zeichnungszusagen). Davon wurden per Ende 2013 ca. EUR 100 Mio. abgerufen. Das ist das Kapital, das in den institutionellen Zielfonds, bzw. in den Investments der Zielfonds aktiv investiert ist und operativ arbeitet, d.h. Rendite erwirtschaftet. Der relative Anteil des gebundenen DF-Fonds-Kapitals erhöht sich mit jeder weiteren Investition und durch die ansparenden Fonds durch jede weitere Reinvestition.

Reinvestition zur Steigerung des rentierlich gebundenen Kapitals
PORTFOLIO 1 realisiert voraussichtlich insgesamt ca. 2 - 3 Investitionszyklen (wie seine Vorgänger der AGP-Serie). In der Regel werden plangemäß ca. 80 - 100 % des zugesagten Kapitals im Zeitrahmen von ca. 6 bis 40 Monaten tatsächlich abgerufen. Systembedingt rufen die gezeichneten institutionellen Zielfonds das Kapital erst dann ab, wenn es für den Einsatz der Investments unmittelbar gebraucht wird. Da nicht immer 100 % der Mittel abgerufen werden, kann das DF-Management in einzelnen Fällen weiteres Kapital zusagen und die nominale Zusagequote überschreiten. Trotz dieser leichten "Overcommitments" hat es - dank des geschickten DF-Liquiditätsmanagements - bisher keinen wesentlichen Liquiditätsengpass durch nicht ausreichend verfügbares Abrufkapital gegeben. Um dieses mögliche Risiko dennoch zu reduzieren, darf der Fonds bis zu 30 % des Verkehrswerts der Vermögensgegenstände zwischenfinanzieren (P. S. 65).
CHECK-Geschäftsmodell: 1,25

Professionelles Risikomanagement
Die KVG-Anforderungen durch das KAGB wurden durch bereits einge-

CHECK-RATINGBERICHT

Das CHECK-Bewertungsranking von AIF-Beteiligungsangeboten orientiert sich an der Produktqualität vergleichbarer Angebote geschlossener Investment-Beteiligungen.

Der nahezu nahtlose DF-Übergang zu KAGB-gerechten **Anlagebedingungen** zeigt, dass die Deutsche Finance die Standards internationaler Risiko- und Management-Regeln institutioneller Investoren bisher mindestens belastbar erfüllt hat (regelmäßige NAV-Bestimmung auf Zielunternehmens-, Zielfonds- sowie auf Dachfondsebene, siehe **Risikowertung**). CHECK bewertete das **Geschäftsmodell**, mit dem bewiesen wurde, dass damit positive Nettoinventarwerte auf Zielfondsebene und anfänglich bereits auch auf Dachfondsebene erzielt werden konnten. Dieses Modell kann nur mit einer **Portfolioqualität** erzielt werden, das von der besonderen, vergleichsweise nicht "systemkonformen" **Managementqualität** der DF-Gruppe hervorgebracht werden konnte. Es beruht sowohl beim **Partner-Controlling**, der **Due Diligence-Qualität** als auch beim **Liquiditätsmanagement** auf Jahrzehnte gewachsenem Spezial-Know-how. Die Steuerung der Zahlungsströme und eines behutsamen Overcommitments optimieren die **Kapitalbindung** und damit das **Renditepotenzial**. Die Festlegung auf starre Anlagebedingungen würde dem DF-Zielfondsinvestmentssystem widersprechen. Das hat auch die BaFin überzeugt, DF-Zielfonds-Due-Diligencetiefe und Flexibilität gehen deutlich über übliche Standards hinaus (**Managementwertung**). Die Kontroll- und Vernetzungstiefe des DF-Managements mit den Zielfondsstrukturen, d. h. bis in die konkreten Zielfondsprojekte hinein sowie deren verantwortlich handelnden Zielfondsmanager ist eine Schlüsselgröße für den Fondserfolg. Darauf ist das DF-Risikomanagementsystem aufgebaut (**Risikowertung**). Eine vergleichsweise ungewöhnlich kontinuierlich hohe Exitfrequenz der Zielfonds belegt den DF-Vorsprung bei der **Zielfondsauswahl**. Dank eines mit Sorgfalt und konsequenter Arbeitsdisziplin ausgeführten Auswahlprozesses, können sich die DF-Manager an vermeintlich "exotische" Projekte heranwagen. Mit dieser USP haben sie sich einen in der deutschen Fondslandschaft nicht reproduzierbaren Marktzugang erarbeitet. Die Gesamtwertung ergibt sich aus dem arithmetischen Mittel der 12 Teilbewertungen.

I - CHECK - ANALYSE

spielte DF-Controllingverfahren weitgehend erfüllt. Durch die Institutionalisierung der KVG wird zusätzlich verlangt, dass für typische Risikofälle Vorkehrungen getroffen werden, die nach einem plausiblen Schema risikomindernde Handlungen auslösen. Dafür müssen jederzeit finanzielle und personelle Ressourcen bereit stehen. Verlangt wird, dass die Mittel und Strategien für ein Umsteuern bereits vorhanden sind, wenn der Risikofall eintritt (verbindlich niedergelegte Maßnahmen in einem "Risikohandbuch").

CHECK-Risikomanagement: 1,25

Kontinuierliche Kontrolle der institutionellen Zielfonds

Der detaillierte und kontinuierliche Einblick in die Investments des Zielfonds zeigt den Deutsche Finance-Investment-Managern das Risikobewusstsein der institutionellen Zielfondsmanager und deren Erfahrungshintergrund. Der Informationsaustausch mit den institutionellen Mitinvestoren, die bereits Erfahrungen mit dem Zielfondsmanager haben, offenbart, ob und wie stichhaltig die Referenzen des Zielfondsmanagements tatsächlich zu werten sind. Daher sind, außer regelmäßigen Telefonkonferenzen, auch Vor-Ort-Besuche bei den Zielfondsmanagern die Regel. Es finden Treffen mit Wettbewerbern statt, die einen kritischen Blick auf das Geschäft der Konkurrenz haben ("cross-checks") und manchmal über exklusive, entscheidungsrelevante Informationen verfügen. Wie belastbar sind im Zweifel vorgebliche Netzwerkvorteile, wenn es zum Beispiel um die zügige Erteilung von Genehmigungen und Bau-rechten geht?

CHECK-Due Diligence-Qualität: 1,15

VI Case Studies

Kanada (AGP II):

Ein institutioneller Zielfonds in Kanada investiert in die Entwicklung von komfortablen Seniorenappartments insgesamt ca. CAD 300 Mio. Die erste Investition von CAD 9,26 Mio. im Nordosten von Winnipeg wurde bereits abgeschlossen. 173 Appartments wurden zwischen 2012 und 2014 vollständig vermietet. Das eingesetzte Kapital wurde zuzüglich Zin-

sen von CAD 3,53 Mio. (11 % p. a.) zurückgezahlt. 5 Jahre lang erhält der Zielfonds vereinbarungsgemäß zusätzlich insgesamt CAD 3,75 Mio. Dividenden sowie einen Andienungs-Kaufpreis von CAD 10,68 Mio. Das Ergebnis schlägt sich dann nieder in einem Vervielfältiger des knapp 3-fachen und einer internen Rendite von 25,7 % p. a. IRR.

Japan (AGP III):

Ein asiatischer Zielfonds beteiligt sich mit 22 % an einer japanischen Hotelgesellschaft, die in den Großstädten Tokio, Kobe, Osaka, Hiroshima und Okinawa 5 Hotels mit insgesamt 2.532 Zimmern besitzt. Aufgrund der Tsunami-Katastrophe vom 11. März 2011 verlor die Kette zuvor fast alle Buchungen. Zur Sanierung stieg unter anderem der Zielfondsmanager zu einem Preis von ca. 50 % des sonst erzielbaren Marktwertes ein. Dank einer Fusion mit einer weiteren japanischen Hotelgesellschaft, die die Hotelbuchungen wieder auf ein übliches Marktniveau steigern konnte und zusätzliche Hotels mit einem Bettenvolumen von 6.685 Zimmern geschaffen hatte, erzielte die Investition nach Rückzahlung das 3,6-fache des eingesetzten Kapitals und eine IRR-Rendite von 85,6 % p.a.

USA (AGP I):

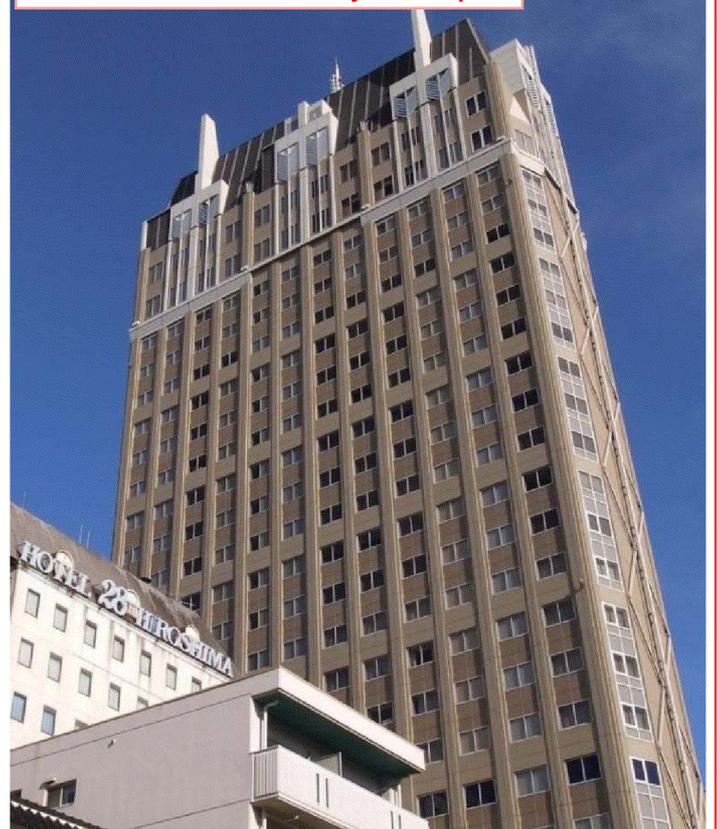
Ein US-Amerikanischer Zielfonds erwarb 3/2012 14 Parkhäuser (Denver, Memphis, Houston, Kansas City, Nashville und Atlanta) mit 5.388 Parkbuchten sowie 6.500 qm Büro- und Einzelhandelsflächen. Neben den laufenden Mieteinnahmen von 9,9 % wurden die Parkbuchten einzeln veräußert, nachdem die Parkflächen durch Umbau tech-

nisch optimiert und verbessert vermietet werden konnten. Bis 2014 wurden alle Parkhäuser verkauft. Die Veräußerungstransaktionen erstreckten sich über drei Jahre. Die Käufer zahlten die 25-fache Jahresmiete und das eingesetzte Kapital wurde zum 2,4-fachen zurückgeführt. Die IRR-Rendite erreichte 87,9 % p. a.

Birmingham (AGP III + IPP I):

Ein britischer institutioneller Zielfonds beteiligte sich 2012 an Studentenwohnheimen. Eines davon mit 74 Betten und 3.500 qm Fläche, aufgeteilt in 54 single studios und 20 2-Bett "micro-flats" sowie 500 qm Einzelhandelsflächen, die per August 2014 zu GBP 150-175 pro Woche vollständig vermietet waren. Die Einzelhandelsflächen konnten für 15 Jahre vermietet werden. Ein zweites Studentenwohnheim und weitere Einzelhandelsflächen wurden vergleichbar erfolgreich entwickelt und veräußert. Beide Heime wurden 2014 an einen Reit verkauft, der nach ca. 2 Jahren Haltedauer einen Kaufpreis in zweistelliger Mio.-Höhe zahlte. Das eingesetzte Kapital wurde zum 1,7- und 1,8-fachen zurückgeführt. Die IRR-Rendite erreichte in dem einen Fall

Zielfondsinvestition: Hotelobjekt in Japan



I - CHECK - ANALYSE

39 % p. a., in dem anderen 50 % p. a.

Paris (IPP I):

Ein französischer institutioneller Zielfonds hat einen Bürokomplex aus drei Einzelgebäuden im Pariser Büroviertel Puteaux erworben, in dem 2011 das ehemalige Hauptquartier des Chemiekonzerns "Bayer" angesiedelt war. Das direkt an der Seine gelegene Hauptgebäude mit 10.850 qm Vermietungsflächen wird jetzt von Sony mit einer Restlaufzeit von 7,5 Jahren gemietet. Ein weiteres Gebäude aus 4.600 qm wird heute von Bayer gemietet, ein drittes mit 3.600 qm von 13 verschiedenen Parteien. Der strategische Plan für eine neue Nutzungsoptimierung sieht einen Umbau vor, so dass das Hauptgebäude als "Core"-Objekt veräußert werden kann, während die 2 anderen Gebäude nach Abriss und Umbau als Wohngebäude für 350 Wohnungen auf 25.000 qm Nutzfläche genutzt werden können. Dieses Konzept hat einen institutionellen Investor so überzeugt, dass er das Core-Objekt noch im gleichen Jahr 2014 zum 1,7-fachen des eingesetzten Kapitals erwarb. Die IRR-Rendite fällt wegen der Unterjährigkeit 3-stellig aus.

Tokyo (PPP):

Ein asiatischer Zielfonds erwarb 2010 und 2011 jeweils ein Bürogebäude in Tokyo aus einer Notsituation und ein Büro-/Shopping Center in Singapur mit 17.000 qm Mietfläche auf 10 Ebenen mit erheblichem Repositionierungsbedarf, das vollständig umgebaut und für eine verbesserte Flächennutzung optimiert wurde. En-

de 2013 konnten die Gebäude für das 1,7-fache und das 1,5-fache veräußert werden. Die IRR-Rendite erreichte den Zielkorridor von 15 % und 17 % p. a.

VII Die Beteiligungsstruktur

DF Deutsche Finance Portfolio Funds I Investment KG

Initiatorin und Prospektherausgeberin ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft DF Deutsche Finance Investment GmbH (vormals DIA Deutsche Institutional Advisors GmbH), München, und somit verantwortlich für das Angebot. Komplementärin, Gründungsgesellschafterin und geschäftsführende Gesellschafterin des Deutschen Finance PORTFOLIO Funds I GmbH & Co. geschlossene InvKG ist die DF Deutsche Finance Managing GmbH. KVG-Geschäftsführer, der DF Deutsche Finance Investment GmbH, sind André Schwab und Herr Symon Hardy Godl. Herr Schwab ist seit Gründung der Deutschen Finance Group im Segment Strukturierung, Konzeption und der Erarbeitung von Due-Diligence-Verfahren von institutionellen Zielfonds tätig.

Ausgereifte Anlagebedingungen/Investitionskriterien

Anforderungen an das Zielfondsmanagement: An erster Stelle steht die verbindliche Haftungspartizipation der Zielfondsmanager. Das Eigenrisiko der Zielfondsmanager muss deutlich über den Gebühren liegen und damit zur Risikosensibilisierung wirksam beitragen. Die Zielfondsmana-

ger müssen nennenswert eigenes Kapital in ihre Zielfonds investieren. Damit die Arbeit der Zielfondsmanager auch regelmäßig beurteilt werden kann, wird ein laufendes Berichtswesen verlangt, dass mindestens nach US-GAAP oder IFRS erstellt und jährlich geprüft und bestätigt sein muss. Aus den Berichten geht auch die Performance der Zielfondsmanager hervor, die einen nachhaltig positiven Track Record aufweisen müssen. Selbstverständlich sind gewinnabhängige Vergütungen, die ein bloßes Verwalten der Investments für die Manager wirtschaftlich unattraktiv machen. Gefordert wird außerdem eine Keyman-Regelung, die Schlüsselpersonen, die für den Unternehmenserfolg wesentlich verantwortlich sind, gegen Ausfall versichert (Kosten für adäquaten Ersatz des ausfallenden Managers). Dazu gehört, dass die Zielfondsmanager durch die Anlegermehrheit ausgeschlossen und/oder ersetzt werden können. Nach dem Prinzip der Risikomischung wird der PORTFOLIO I sektoral (Wohnen, Gewerbe) und global (Industriestaaten, Schwellenländer) wie bisher diversifiziert investieren. Ein abstrakter Investitionsschlüssel wird den volatilen Marktgegebenheiten jedoch nicht gerecht. Opportunitäten der Märkte können lokal, strukturell und personell stark variieren. Unter AIF-Anlagebedingungen werden die bewährten DF-Investitionskriterien grundsätzlich fortgeschrieben. Ergänzt um eine Begrenzung bei den Währungsrisiken (nicht über 30 % des Wertes der Fondsgesellschaft"); sowie der Fremdfinanzierung (nicht über 30 % des Verkehrswertes der Vermögensgegenstände). Die Kontrolle der Einhaltung der Anlagebedingungen erfolgt systemgemäß durch die Verwahrstelle.

Anforderungen an die Zielinvestments

Neben Investitionen in Immobilien werden auch Investitionen in Infrastrukturprojekte vorgenommen (keine Einzelinvestments). Geldmarktinstrumente und Bankguthaben gehören zu den Investitionskriterien, um Liquidität zu parken. Die Zielfondsrendite sollte nicht unter 15 %

Zielfondsinvestition: Seniorenanlage in Kanada



I - CHECK - ANALYSE

IRR und/oder dem 1,6-fachen des investierten Kapitals betragen. Der Anspruch, dass die Rendite "logisch nachvollziehbar" sein muss, bedeutet, dass die Prämissen der Kalkulation plausibel sind und sich in der Praxis bereits bewährt haben. **Overcommitments** sind bis zu 180 % zulässig, **Währungsrisiken** und **Zwischenfinanzierungen** sollten 30 % der Vermögensgegenstände nicht übersteigen. Die Allokation in Regionen (z. B. Türkei, Asien, Pazifik) und Sektoren (Gewerbe, Wohnen, Infrastruktur), spezifiziert nach den geplanten (Re-)Investitionsphasen 1, 2 und 3, soll grundsätzlich ca. 2/3 durch Immobilienprojekte und zu mindestens 15 % mit Infrastrukturprojekten abgedeckt sein. Grundsätzlich ist zulässig, dass "wenn die Marktbedingungen ... die geplante Allokation nicht zulassen" von den vorgegebenen Quoten abgewichen werden kann, wenn z. B. "sichergestellt ist, dass die Wohn- und Gewerbeimmobilien mindestens zusammen 80 % der Allokation ausmachen". (P. S. 143) "Die Fondsgesellschaft ... wird sicherstellen, dass bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine Streuung des Ausfallrisikos gewährleistet ist." (P. S. 144)

Fazit: Das DF-Fondsmanagement konnte die Anlagebedingungen für die Verwahrstelle ausreichend nachprüfbar gestalten und dennoch flexibel genug so formulieren, dass bei veränderten Marktbedingungen seitens der Investitionsstrategie Anpassungen möglich sind.

CHECK-Anlagebedingungen: 1,25

Fiskalische Einordnung

Zur Absicherung gegen juristische und fiskalische Risiken wird für jede Investition in einen institutionellen Zielfonds ein externes Rechts- und Steurgutachten durch das Deutsche Finance-Investment-Team in Auftrag gegeben. Es beinhaltet u. a. die Einordnung der steuerlichen Einkunftsart für deutsche Anleger (in der Regel Einkünfte aus Gewerbebetrieb, P. S. 109).

PORTFOLIO I Fund-Zielmärkte

Der PORTFOLIO I-Dachfonds investiert zu einem günstigen Zeitpunkt:

Industrie- und Schwellenländer suchen Kapital z.B. in der Wohnimmobilienurbanisierung. Räumliche Begrenzung und knappe Baukapazitäten schaffen Nachfrageüberhänge. Hohe Substanzquoten (günstig eingekaufte Objekte) mit hohen Cash Flows verschaffen den PORTFOLIO I-Anlegern ein voraussichtlich hohes Wertsteigerungspotenzial.

Gegen den Trend

Entgegen der landläufigen Auffassung, "the trend is your friend", suchen die DF-Manager abseits des Main-Streams

Spezielsituationen auch in solchen Märkten, die vom Main-Stream bereits vernachlässigt werden. Daraus kann sogar eine Art Regel abgeleitet werden: "Je größer dabei das Ausmaß der Fokussierung ist, desto unabhängiger gestaltet sich der Anlageerfolg von der allgemeinen weltwirtschaftlichen Entwicklung. Ein weiterer Vorteil der Fokussierung auf spezielle Anlagestrategien besteht darin, dass diese i. d. R. nur geringfügig miteinander korrelieren." (P. S. 49).

Fazit: der Fokus liegt nicht auf Indien, weil Indien als Emerging Country mit Wachstumspotenzial angesagt ist, sondern weil in dem jeweiligen Land das besondere Einzelinvestment mit seiner ganz individuellen Sondersituationen (unabhängig vom weltwirtschaftlichen Trend) überdurchschnittliche Wertschöpfungspotenziale eröffnet.

CHECK-Marktzugang: 1,15

Geschäftsbeziehungen mit hohem Verlässlichkeitsgrad

Erst aus dem kontinuierlichen gegenseitig vertieften Austausch über die Investitionseignung von Opportunity-objekten kristallisieren sich Geschäftsbeziehungen mit hohem Verbindlichkeits- und Verlässlichkeits-

grad. Erst dann fließen brauchbar belastbare Informationen in den diskreten Austausch ein. Diese Informationen können dealentscheidend sein. Inhabergeführte Zielfonds, deren CEOs ein existenzielles Interesse an dem Gelingen ihrer Investments haben (müssen), gehen mit fremdem Kapital verantwortungsvoller um.

Zielfondsinvestition: Parplatzanlage in den USA



Großvolumige Equity-Provider sind dagegen anfälliger für Personalwechsel, die als Spin-Off ihre Erfolge lieber im eigenen Unternehmen weiterführen wollen. Oder es wird versucht, neben hohen Gehältern ohne Bindungskraft an die Arbeitgeberin hohe Carries "mitzunehmen". Lokal verwurzelte Zielfondsmanager bezahlen ihre Experten aus dem selbst ersparten/erwirtschafteten Cash Flow.

Verwahrstelle

Umfassende kontroll- und anlegerorientierte Verwaltungsfunktionen vollzieht die im KAGB gesetzlich vorgeschriebene, pflichtgemäß einzuschaltende Verwahrstelle. Ihre Aufgaben und Kompetenzen gehen weit über die bisher üblichen Mittelverwendungskontrollverträge hinaus. Sie überwacht laufend während der gesamten Fondslaufzeit die Vermögensgegenstände der Fondsgesellschaft. Sie bewertet die Risiken des Fonds und fordert regelmäßig Risikoberichte ein. Sie bestellt einen unabhängigen Bewerter um z. B. zu prüfen, ob die Vermögensgegenstände unter der KVG-Verwaltung korrekt verwaltet werden und ob bzw. inwieweit diese dem Gegenwert entspre-

I - CHECK - ANALYSE

chen, den die Anleger eingezahlt haben (Bestimmung der Anteilswerte). Sie führt ein Anlegerregister und kann z. B. im Sinne der Anleger Gesellschafterbeschlüsse einleiten, die diese dann auf der Gesellschafterversammlung beantragen. Sie hat die Möglichkeit, die Kommunikation unter den Anlegern herzustellen und zu fördern. Sie kann auf Interessenkonflikte und Risiken hinweisen und die Anleger darüber informieren, wenn sie dies für erforderlich hält.

Beteiligungsangebot

Ab EUR 5.000 + 5 % Agio können Privatanleger als Treugeber bis Mitte 2016 über die Treuhänderin (eine Konzerntochter) DF Deutsche Finance Trust GmbH, München, Gesellschafter des Deutsche Finance PORTFOLIO Fund I GmbH & Co. ge-

(Auszahlungsphase). Die Liquidationsphase ist für Anfang 2029 vorgesehen. Die direkte Kommanditistenstellung ist zwar grundsätzlich nicht vorgesehen, auf eigene Kosten jedoch jederzeit möglich. In mindestens 5 institutionelle Zielfonds werden plangemäß ca. 20-50 Investments in den Segmenten Immobilien, Infrastruktur und Private Equity-Real Estate vorgenommen, Planlaufzeit bis Ende 2028. Eine außerordentliche Kündigung ist zulässig.

Investition, Finanzierung

Das geplante Emissionskapital von EUR 35 Mio. (zuzüglich Ausgabeaufschlag) soll zu 100 % durch Eigenkapital aufgebracht werden (Erweiterung auf EUR 100 Mio. möglich). Platzierungszeitraum bis Mitte 2016. Das Kapital soll schrittweise, zunächst

50% zum Ende der Platzierungsphase, und der Rest bis Ende der Investitionsphase 2024 aufgebracht werden. Eine Fremdfinanzierung erfolgt auf institutioneller Zielfondsebene (durchschnittlich ca. 30-50 %). Der PORT-

toinventarwert an. Der Nettoinventarwert wird bis zur Ausschüttungsphase über das Fondskapital ansteigen. In den laufenden Kosten sind die laufende Verwaltungsvergütung der KVG, der Verwahrstelle, der Komplementärin und der Treuhandkommanditistin sowie die Kosten für den AIF-Jahresbericht enthalten. Hinzu kommen, überwiegend während der Beitrittsphase, die nicht-fixen-Kosten wie Transaktions- und Investitionskosten sowie, am Ende der Fondslaufzeit, die an die Wertentwicklung des AIFs gebundenen Gebühren. Erwartungsgemäß wird der PORTFOLIO I im 3. Jahr zu ca. 25%, im 5. Jahr zu ca. 50% und im 10. Jahr voraussichtlich vollständig (zuzüglich Reinvestitionen) investiert sein. Liquidität für die laufenden Kosten wird zunächst durch das Anfangskapital getragen. Sowie die Zielfonds in die Auszahlungsphase kommen, steigt die Liquidität für Ausschüttungen an, da dann keine weiteren Reinvestitionen mehr vorgenommen werden.

Erfolgsabhängige Vergütung

Sowie die Anleger nach der Liquidationsphase ihr eingesetztes Kapital plus 6 % Rendite p. a. erhalten haben, erhält die Geschäftsführung des PORTFOLIO I eine erfolgsabhängige Vergütung von bis 15 % des überschreitenden Restkapitals, jedoch nicht mehr als kumuliert 5 % vom durchschnittlichen Nettoinventarwert der gesamten Laufzeit. Nach Abzug der Gewinnbeteiligung des Managements fließen die überschüssenden Erträge den Anlegern zu. Eine faire Regelung, die das Management hinreichend anspornt, das Kapital zügig zurückzuführen und gleichzeitig die Risiken reduziert, zugunsten erfolgsabhängiger Vergütungen außerordentliche Risiken einzugehen. CHECK-Risikowertung: 1,35

VIII RENDITEKALKULATION

Zur Renditeperspektive

Im Rahmen einer idealtypisch konstruierten Vorsteuerrenditeberechnung ist CHECK von folgenden Prämissen ausgegangen: Dank beispielhafter Multiples aus Vorgängerfonds bereits getätigter und zurückgeführter Investments sowie ausreichend aussagefähiger Zielfonds-Cash Flo-

Zielfondsinvestition: Studentenwohnheim in Birmingham



geschlossene InvKG werden (PORTFOLIO I) und zusammen mit finanzstarken institutionellen Investoren in internationale attraktive Immobilien, Infrastruktur und Private-Equity-Real Estate Investments investieren. Neben einer pflichtgemäßen Einmalzahlung von mindestens 50 % des Mindestzeichnungsvolumens, können Anleger maximal 50 % der Zeichnungssumme in bis zu 100 Monatsraten ratenweise einzahlen. Die Mindestrate beträgt EUR 25,-/Monat. Ziel des PORTFOLIO I ist, das eingesetzte Gesellschaftskapital erst zum Ende der Laufzeit mit Rendite zurückzahlen. Ab dem 1. Beteiligungsjahr soll plangemäß mit der Investitionsphase, ab dem 10. Beteiligungsjahr 2024 mit Auszahlungen begonnen werden

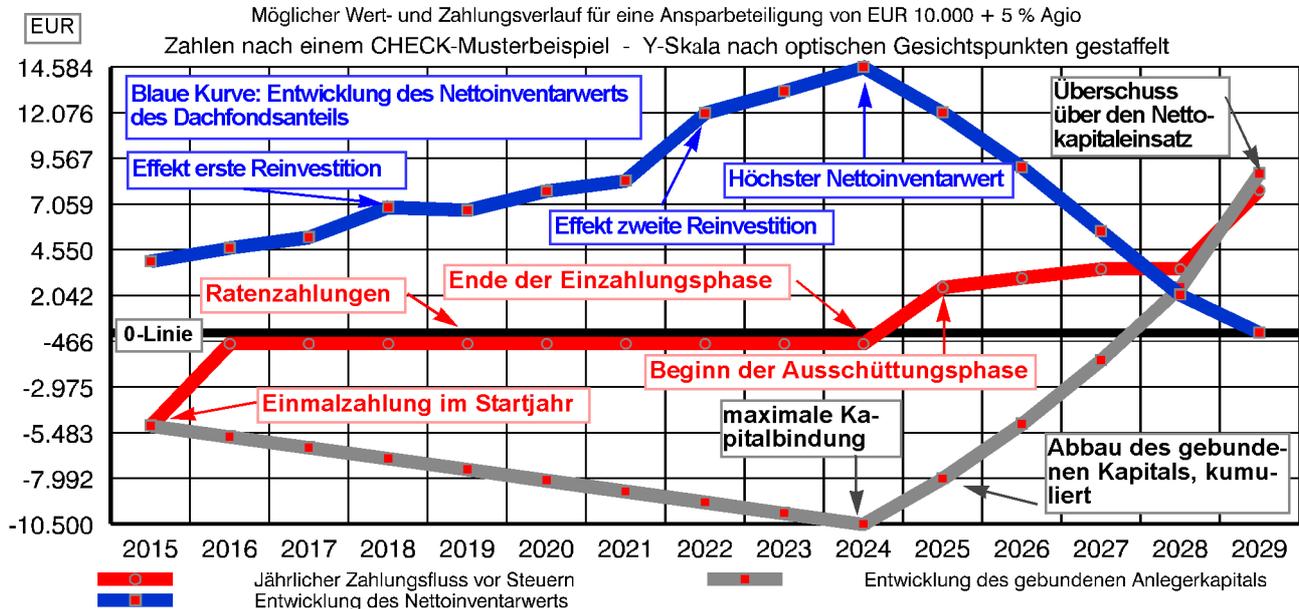
FOLIO I nimmt grundsätzlich kein Fremdkapital auf. Kalkuliert wird, dass in mindestens 5 institutionelle Zielfonds investiert wird. Erträge werden erst an die Anleger ausgeschüttet, wenn die Liquidität zu Beginn der Ausschüttungsphase dies erlaubt, also plangemäß nach den 3 Reinvestitionsphasen (bis 31.12.2017 zum 1. Mal, ab 01.01.2018 zum 2. Mal und ab 31.12.2022 zum 3. Mal).

Kostenstruktur des Dachfonds - Liquidität

Die Summe der Initialkosten und des Ausgabeaufschlags erreichen voraussichtlich 17,41 % des Ausgabe-preises. Für die Folgejahre fallen kumuliert laufende Kosten in Höhe von bis zu 3,02 % bezogen auf den Net-

I - CHECK - CHART

MUSTER !! Ein und Auszahlungsschaubild + NAV



Erläuterung: Der Nettoinventarwert (blau) auf Dachfondsebene steigt in dem Maße, in dem das eingezahlte, committete und abgerufenen Kapital zunimmt. Die Wertentwicklung der Dachfonds-NAVs wurde vorsichtig mit Multiples zwischen dem 1,2 und 1,5fachen p. a. angesetzt (bezogen auf das eingesetzte Anlegermettkapital). Auf Zielfondsebene fallen diese systemgemäß höher aus. Die IRR-Rendite wird auf Dachfondsebene mit durchschnittlich ca. 20 % p.a. angesetzt. Auf der Ebene der Zielfondsobjekte müssen systemgemäß höhere Renditen erreicht werden. Denn die Kosten auf der Ebene der Zielunternehmen, der Zielfonds und auch des Dachfonds müssen zusätzlich verdient werden (unterstellte Kosten, Gebühren und Fees beruhen auf Erfahrungswerten). Auf Dachfondsebene wird die Gewinnschwelle des Anlegerkapitals auf Auszahlungsbasis in diesem Beispiel etwa 2027 erreicht. Der Anleger-NAV erreicht die Gewinnschwelle auf Wertbasis etwa 2022.

ws, kann für den PORTFOLIO I bei einer Kapitalbindungszeit von ca. 15 Jahren und einer durchschnittlichen Verzinsung von 9 % p. a. bezogen auf das durchschnittlich gebundene Nettokapital inklusive 3 Reinvestitionen eine Jahresdurchschnittsrendite von 7,29 % erzielt werden. Unterstellt wird, dass jeweils die Hälfte des gebundenen Kapitals nach Rückführung durch Exits zu den Reinvestitionszeitpunkten 2017, 2020 und 2022 reinvestiert wird und ebenfalls zu 9 % p. a. verzinst werden kann. Dadurch erhöht sich das durchschnittlich gebundene Kapital um ca. 19,4 %.

Steuereffekt

Da auf Zielfondsebene in der Regel Steuern bereits im Belegenheitsland der Betriebsstätte abgezogen werden, fließt der Return bereits teilweise als Nachsteuerrendite aus den Zielfondsländern zurück, vermindert um den in der Regel anzusetzenden Pro-

gressionsvorbehalt in Deutschland. Mit den meisten Zielfondsländern bestehen Doppelbesteuerungsabkommen. Dadurch ergibt sich - im Vergleich zu einem Inlandsfonds - eine geringere Steuerbelastung in Deutschland. Die Vorsteuerrendite fällt vergleichsweise höher aus. Diesen Vorteil setzen wir pauschal mit 30 % bezogen auf die ansonsten anfallende Gesamtsteuerlast an. Möglicher Ausschüttungs- und Kapitalbindungsverlauf siehe CHECK-CHART (idealtypischer Anleger-Kapitalbindungsverlauf).
CHECK-Renditewertung: 2,27

Resümee

Der PORTFOLIO I ist der erste BaFin-genehmigte Publikums-Ansparfonds,

der als Nachfolger der erfolgreichen AGP-Reihe nach dem neuen KAGB konzipiert wurde. Die guten Exit-Ergebnisse der Vorgängerinvestments lassen die Einschätzung eines solide performenden Beteiligungsverlaufs zu. Der privilegierte DF-Zugang zu den lokalen Leistungsträgern der Real-Estate-Infrastruktur-Zielfonds-Branche verspricht die Wiederholung der bewährt überdurchschnittlich attraktiven Investitionen. Die bisher ausnahmslos erfolgreiche Zielfonds-auswahl durch das Investmentmanagement der Deutschen Finance Group hat diese Erwartung eindrucksvoll bestätigt.
CHECK-Gesamtwertung: 1,31

Kontakt zu dem Anbieter:
Deutsche Finance Consulting GmbH
Ridlerstraße 33, 80339 München,
Tel: +49/(0)89 - 6495630,
www.deutsche-finance-group.de