

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

## Analyse und Bewertung eines alternativen Investmentfonds

Investoren profitieren von der exklusiven Stellung der Deutschen Finance Group unter institutionellen Investoren. Mit der Ausrichtung auf lokal verankerte Investmentmanager mit einem auf die örtlichen Chancen ausgerichteten, nachweisbar erfolgreichen Geschäftsmodell wurden bisher alle Performanceziele erreicht.



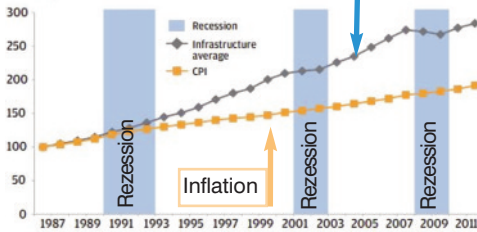
INFRASTRUKTUR  
DAS RÜCKRAT DER WELTWIRTSCHAFT

**DF DEUTSCHE FINANCE PRIVATE FUND 11  
- INFRASTRUKTUR GLOBAL -  
GmbH & Co. geschlossene Investment KG  
INSTITUTIONELLE INVESTITIONSSTRATEGIE INFRASTRUKTUR**

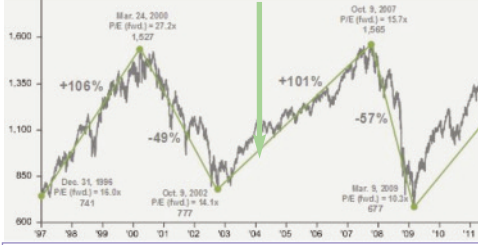
BETEILIGUNGS-TEST Nr. 1/17 - Februar 2017

# CHECK-ANALYSE

Infrastruktur stetiger Cash Flow 1989 - 2011



S&P 500 Preisindex hohe Volatilität 1998-2011



## Die CHECK-Ergebnisse:

ALLEINSTELLUNGSMERKMAL:	1,0
GESCHÄFTSMODELL:	1,1
MARKTZUGANG:	1,1
LIQUIDITÄTSMANAGEMENT:	1,13
MANAGEMENTQUALITÄT:	1,13
RISIKOKWERTUNG:	1,13
DUE DILIGENCE QUALITÄT:	1,1
PORTFOLIOQUALITÄT:	1,1
ANLAGEBEDINGUNGEN:	1,1
RENDITIEWERTUNG:	2,14
PARTNERCONTROLLING:	1,1
<b>CHECK-GESAMTWERTUNG:</b>	<b>1,2</b>

## DF PRIVATE FUND 11

### Investitionstyp

Mit dem AIF "Deutsche Finance Private Fund 11 – Infrastruktur Global - GmbH & Co. geschlossene InvKG" (kurz: Fund 11) hat die Deutsche Finance Group einen nach dem KAGB regulierten Publikums-AIF mit dem Schwerpunkt Wachstumsmarkt Infrastruktur aufgelegt. Im Vorjahr hat die DF-Gruppe eines ihrer erfolgreichsten Platzierungsjahre mit einem Umsatz von über EUR 175 Mio. erzielt, davon ca. EUR 55 Mio. mit 2 Publikums AIF's. Geplante Ausschüttungen wurden fristgemäß gezahlt. Die Wertentwicklung der institutionellen Zielfonds liegt über den Erwartungen.

### Beteiligung in zwei Anteilsklassen

Durch 2 Anteilsklassen wurde im Fund 11 die Tradition der Einmalanlagefonds der IPP-Reihe, zuletzt mit dem Private Fund 1 aufgenommen. Zugleich wird im gleichen Fonds das Angebot einer Ansparvariante der AGP-Fondsreihe, zuletzt mit dem Private Portfolio Fund 1 fortgesetzt und nun zusammen mit den Einmaleinzahlern in einem Fonds mit 2 Anteilsklassen vereint.

### Der Nutzen dieser Anteilsklassenkombination ergibt sich:

\* durch die Einmalzahler (erfahrungsgemäß ca. 50 % bis 70 % des Volumens). So werden zeit-

nah hohe Commitments und frühe Abrufe der Zielfonds möglich. Ein hoher Prozentsatz des eingezahlten Kapitals kann früh und renditeeffizient investiert werden.

\* durch die Ansparzahlungen der Ansparer, die mit trotz geringer Kapitalanteile sofort an dem investitionsfähigen Kapital beteiligt sind. Sie liefern im Ansparzeitraum einen regelmäßigen Cash-Flow. Dadurch wird ein flexibleres Liquiditätsmanagement ermöglicht als dies nur mit Einmalzahlern möglich wäre. Es muss weniger Liquidität für laufende Ausgaben zurückgehalten werden.

### Intelligentes Cash-Management

Die Zielfonds rufen das Kapital beim Dachfonds ab, wenn es vertragsgemäß in die Zielinvestments investiert werden muss. Diese Zeitpunkte sind der Regel nicht genau planbar. Daher ist der Dachfonds bestrebt, das bereit zu haltende Kapital so gering wie möglich zu halten. Effizient ist daher die DF-Commitmentstrategie, die beinhaltet, dass die übernommenen Zahlungsverpflichtungen das nominell platzierte und eingezahlte Kapital übersteigen. Dazu entwickelte die DF ein geldmarktnahes Anlageprogramm, damit die vorzuhaltende Reserverliquidität so effizient wie möglich verzinst wird.  
**CHECK- Liquiditätsmanagement: 1,13**

### AUF DEN PUNKT:

-  **Investmentstil institutionell strukturiert - positive Zielfondsperformance - hohe Infrastrukturkompetenz**
-  **Dach-Fonds im Plan - kumulierte Anteilswerte der Publikumsfonds bis PERE I erreichen - kapitalgewichtet - Gewinnschwelle**
-  **Erfolgsfaktoren: Mehr als 10 Jahre Erfahrung mit der Strukturierung institutioneller Dachfonds**
-  **Breite Diversifikation jedes Dachfonds, minimiertes Ausfallrisiko**
-  **Rigoros konsequenter Analyseprozess bei der Wahl der Zielfondsmanager - engmaschig, anlegerorientiertes Zielfondscontrolling**
-  **Durchgehende Transparenzbereitschaft und hohe Risikobeteiligung der Zielfondsmanager**
-  **Alleinstellungsmerkmal: über Jahrzehnte gewachsene Vernetzung mit lokalen Zielfondsmanagern abseits der Megafonds**
-  **Opportunistischer Investmentansatz in einem wettbewerbsarmen Umfeld persönlicher Beziehungen**

# CHECK-ANALYSE

## Ziel des Fund 11: frühe jährliche Auszahlungen

In Ergänzung zum bisherigen Schwerpunkt der DF-Investitionen in opportunistische und Value Added-Immobilien-Strategien mit einer mittel- bis langfristigen Wertentwicklung legt dieser Fonds den Schwerpunkt auf institutionelle Zielfonds mit einem bereits anfänglichen, möglichst hohen Cash Flow. Daher ist die Investitionsstrategie des Fund 11 auf Zielfonds ausgerichtet, die bereits (weit) fortgeschrittene Infrastrukturprojektentwicklungen aufweisen. Die Rückflüsse aus Einnahmen der Zielfonds aus der Nutzung von Kläranlagen, Parkhäusern, Seniorenheimen, Breitbandverkabelung sollen kontinuierliche Auszahlungen an die Dachfondsanleger ermöglichen. Ziel ist laut Prospekt, neben jährlichen Ausschüttungen von 5 % ab 2019 gleichzeitig den Kapitalstock des Fonds durch Reinvestitionen zu erhöhen bzw. nach vollzogenen Auszahlungen hochzuhalten.

## Inflationsgeschützte Zahlungsströme

Bei plangemäßer Inbetriebnahme liefern Infrastrukturinvestments "relativ sichere, inflationsgeschützte Zahlungsflüsse mit attraktiven Gewinnspannen", (J.P. Morgan Asset Management Global Real Assets: „Infrastructure: Diverse Opportunity Set“ Sept. 2013, kurz

JPM). In den letzten 25 Jahren erzielten ausgereifte Infrastrukturprojekte auch durch verschärfte Krisenphasen hindurch kontinuierlich wachsende Cash Flows (siehe Grafik 1). „Mature infrastructure assets can offer relatively stable income, growth and capital appreciation.“ (JPM). Bewährt haben sich Infrastrukturprojekte durch ihren kontinuierlichen Einkommensstrom. Sie korrelieren weitgehend negativ zu Aktien und Renten. Z. B. in der Finanzkrise 2008/2009. „investors are looking for the diversifikation benefits of uncorrelated returns.“ (JPM)

## Kontinuierlich wachsende Zahlungsströme

Einen Beleg für kontinuierlich wachsende Zahlungsströme ausgereifter Infrastrukturprojekte liefert eine vergleichende Statistik zu den US- und EU-Infrastrukturprojekten gegenüber dem Konsumgüterpreisindex. Demnach wachsen die Infrastruktur-Projekt-Cash-Flows im Vergleichszeitraum um zurzeit ca. 2-3 % schneller als der allgemeine Konsumgüterpreisindex (JPM 1997 bis 2011, siehe Chart S. 2).

## Laufende Rendite bevorzugt

Hinsichtlich der Auszahlungsprofile lassen sich gegenüber den Public Markets klare Unterschiede erkennen: Infrastruktur-Zielfondsinvestitionen, die früh ausschüt-

ten, haben einen Teil ihrer Wertschöpfungsziele realisiert. „Sie profitieren hauptsächlich von laufenden Renditen.“ Interview, Dr. Wolfgang Mader, Olga Braun-Cangl, Head of Asset Allocation Strategies, risklab GmbH, Senior Consultant bei Al-

lianzGI Global Solutions, März 2014:

„Dagegen streben „Private Equity und „Private Infrastructure“ in der Konstruktionsphase Renditen aus einer Wertsteigerung und einem Wiederverkauf an.“

## Secondaries und Brownfield-Projekte

Regelmäßige Auszahlungen leisten „Secondaries“ und „Brownfield“-Projekte, die einen bereits (weit) vorentwickelten Projektstand aufweisen (im Gegensatz zu den risikoreicheren Greenfield-Projekten z. B. in Entwicklungsländern mit komplexen Rahmenbedingungen bei hohem Planungsaufwand). Daher favorisiert der Fund 11 Zielfonds, die zeitnah realisierbare Projekte aufweisen und frühe Rückflüsse generieren. Zugleich sollen durch ein kontinuierliches Wertwachstum auch mittel- bis langfristig hohe Auszahlungen über den gesamten Anlagezeitraum ermöglicht werden.

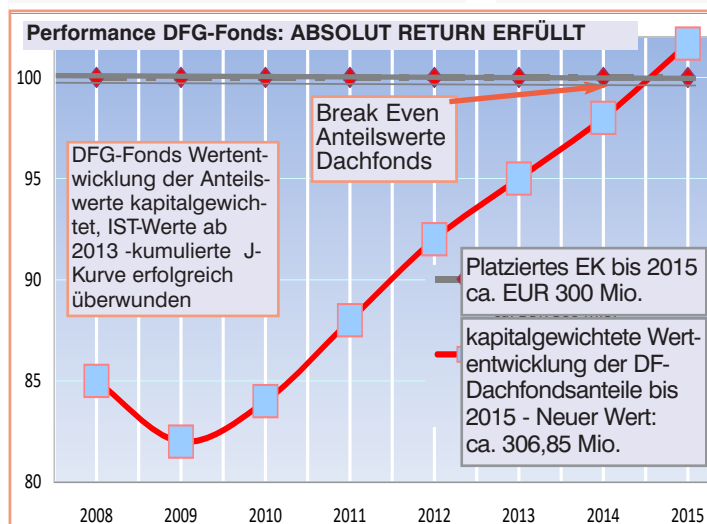
## CHECK-Geschäftsmodell: 1,1

## Zur Risikostruktur liquider Infrastruktur-Zielfonds

Infrastrukturinvestitionen bergen im frühen Entwicklungsstadium höhere Risiken: Darunter

\* **Ertragsrisiken**, da der oft monopolistische Charakter der Projekte für eine spezielle Region (Flughäfen, Brücken, Klär- oder Biogasanlagen) in der Regel keinen Marktvergleich ermöglicht. Fund 11 vermeidet daher Investitionen in Zielfonds mit hohen Projektentwicklungsrisiken.

\* **Bau- und Entwicklungsrisiken**, da die individuellen geo- und physiografischen sowie städtebaulichen Umstände einen hohen Planungsaufwand erfordern. In der Regel sind mehrere genehmigungsberechtigte und -verpflichtete Behörden involviert (grenzwertensensible Faktoren wie Lärm, Geruch, Abschattungen, Wasserver-





# CHECK-ANALYSE

brauch, Güterverkehr müssen hohe Genehmigungshürden passieren). Fund 11 will daher möglichst nicht in Zielfonds mit rohstoffnahen Projekten investieren.

\* **Politische Risiken**, da politische Entscheidungsträger/Verwalter, die das Projekt beschlossen und begleitet haben, über die Bau- und Realisierungszeit hinweg durch Nachfolger ersetzt werden können, die möglicherweise anders entscheiden (Beispiel US/Kanada Öl-/Gas-Pipeline Keystone). Fund 11 vermeidet daher politiksensible Großprojekte.

\* **Finanzierungsrisiken**: Da in der Regel Steuerzahler/Gebührenzahler die Nutzer von Infrastruktureinrichtungen sind, werden die Finanzierungsrisiken oft auf ein Konsortium öffentlicher und privater Institute verteilt (Public Private Partnership: PPP). Bei Einnahmeausfällen können Engpässe in den öffentlichen Haushalten zu Projektverzögerungen führen. Daher finanziert der Fund 11 vornehmlich privat finanzierte Infrastrukturprojekte wie Senioren- und Pflegeheime, Tankstellen, Parkhäuser, E-Commerce-Breitbandnetze.

**CHECK- Risikowertung: 1,13**

**Infrastrukturprojekte haben ein vergleichsweise geringes Ausfallrisiko**



DF-Zielfonds: Eine als PPP erfolgreich realisierte Entwässerungsanlage in Kalifornien

Ausgereifte Infrastrukturprojekte bieten hohe, kontinuierliche Ertragschancen bei geringen, mit anderen Assetklassen überwiegend negativ korrelierenden Risiken. In einer Moody's Studie von 2012 wurden die Infrastrukturausfälle im Zeitraum 1982 bis 2011 im Vergleich zu A-bis B gerateten Unternehmensanleihen untersucht. Demnach liegt die Ausfallrate für ungeratete, strukturgleiche Infrastrukturprojekte auf dem Niveau der höchsten Unternehmensbond-Klasse „A“ von 0,67 %.

## Infrastrukturdachfonds performen besser als Direktinvestitionen

Ein Vergleich der Private Equity Fund of Fund-Investitionen mit einem Investitionsvolumen ab USD 200 Mio. outperformen gegenüber vergleichbaren Direktinvestitionen (Public Marktes) sowie gegenüber dem MSCI-World um ca. 200 Basispunkte, sowohl für die Emissionsjahre 1997 bis 2005 als auch – etwas schwächer – für die Emissionsjahre 2006 bis 2010. Ursachen: der höhere Diversifikationseffekt sowie die gezieltere Managementauswahl der „Private Markets“ gaben aus der Sicht der Experten den Ausschlag. Die Manager des Privaten Markts können sich leichter von der Masse des Public Markts abheben („easily distinguish themselves from the crowd“). Bestätigt wird das Hewlett-Ergebnis durch eine vergleichbare Untersuchung von Harris et al. 2015, „How Well Do Funds of Funds Perform?“. Demnach lagen die Funds of Funds-Renditen deutlich über denen der Public Markets: „FOFs (Funds of Funds) have historically provided returns higher than those in public markets.“

Fazit: die avisierte Portfoliomischung des Fund 11 entspricht einem Anlagevehikel mit regelmäßigen Cash-Auszahlungen, ohne auf die Wertsteigerungsperspektiven langsam wachsender Projektent-

wicklungen mit einem längeren Anlagehorizont zu verzichten.  
**CHECK- Due Diligence-Qualität: 1,1**

## Zum Marktpotenzial - Opportunitäten im Secondary-Markt

Dank erhöhter Basel III-Eigenkapitalanforderungen trennen sich die Banken von langfristigen Infrastrukturfinanzierungen. Denn die Banken müssen dank Basel III bis 2021 jedes Jahr höheres Eigenkapital für ihr Kreditvolumen hinterlegen. Dadurch können die Käufer dieser als Secondaries auf den M&A-Markt kommenden Projekte hohe Discounts erzielen „with the secondary market at substantial discounts und attractive yields“ (JPM). Für den Fund 11 kommen neben Secondaries insbesondere auch Co-Investments in Frage, die sich immer dann bewährt haben, wenn der Zielfondsmanager und dessen Projekte bereits bekannt sind.

## Zur DF-Infrastrukturperformance

Vor dem Hintergrund eines wachsenden Nachfragemarktes nach Infrastrukturinvestitionen - der US-Markt liefert dazu ein Paradebeispiel - wurde der Fund 11 zielgenau für einen mit steigenden Assetpreisen dynamisch wachsenden Markt konzipiert. Dank jahrzehntelanger Erfahrung mit Infrastrukturzielfonds (9 Häfen, 17 Windparks, 6 Solarparks, ca. 2,7 Mio. qm Logistikflächen, ca. 88.500 Parkplätze, 5 Kraftwerke, 1 Wasserversorger, 5 Pipelines, 1 Fährgesellschaft, 1 Stromnetzbetreiber, 1 Biogasanlage, 4 Freizeit-/Sportanlagen, Angaben beruhen grundsätzlich auf testierten Geschäftsberichten) kann das DF-Asset-Management auf eine exzellente Infrastrukturprojekt-Expertise zurückgreifen.

## Das Fund 11 Startportfolio

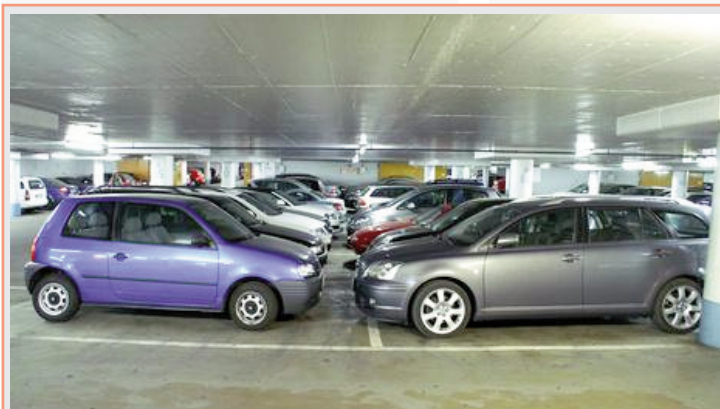
Bei der Zielfondsauswahl kann auf bewährte DF-Investitionsstrategien zurückgegriffen werden, die sich

# CHECK-ANALYSE

in den letzten 10 Jahren durch kontinuierlich kalkulierbare Cash-Flows ausgezeichnet haben. 4 Zielfonds mit den Schwerpunkten Seniorenheime mit Pflegestufe, E-Commerce, Breitbandtechnologie, Tankstellen und Parkhäuser wurden für den Fund 11 in die nähere Auswahl übernommen. Darunter ein Tankstellenoptimierungsprojekt in den USA mit über 400 Tankstellen, für das bis 2020 eine laufende Verzinsung von 17 % IRR p.a. und eine Gesamtverzinsung von 25 % IRR erwartet wird; ein Senioren- und Pflegeheimrenovierungsprojekt, für das eine laufende Verzinsung von 7 – 8 % p.a. und eine Gesamtverzinsung

anlegern den Zugang zu lukrativen institutionellen Infrastrukturinvestments. Die operativen und für das strategische Controlling agierenden DFG-Schlüsselmanager kommen aus dem institutionellen Umfeld mit einem ausgeprägt institutionellen Investitionshintergrund (Milliardeninvestitionsvolumen für einen Energiekonzern, mehrfache Auszeichnungen für hohe Returns). Die DFG hat sich seit einem knappen Jahrzehnt als institutioneller Investmentmanager mit einer Ausrichtung für das Privatkundengeschäft etabliert (Gesamtinvestitionsvolumen per Ende 2016: EUR 340 Mio.). Zum Standard gehören transparente Organisationsstrukturen, hohe Eigenverantwortung, verbindliche Kunden- und Vertriebsnähe, nachweisliche Performancestärke sowie ein weltweit effizientes Netzwerk unter erfolgreichen Investmentmanagern in den

Bewertung eines USD 265 Mio.-CCPF-Portfolios vorgenommen: Demnach wächst C.C.P. zum größten Parkflächenanbieter Chinas heran (JLL 2017). Die Nachfrage dimension sprengt das Angebot. Fahrzeugzulassungen werden z. B. verlost, um die monatliche Zuwächse in 5-stelliger Höhe in den chinesischen Großstädten zu begrenzen. In Peking standen 2011 ca. 5 Mio. Fahrzeuge 2,48 Mio. Parkplätzen gegenüber (Spiegel 2012). Kaufpreis für einen Parkplatz in den Vororten von Peking: umgerechnet EUR 25.000 – 30.000. In Shanghai wurde 2015 für einen Flughafenparkplatz ca. USD 20,-/Tag Miete verlangt = USD 7.200 p.a.. Mieterlös für ca. 8.000 Parkplätze bei Vollausslastung: über USD 57 Mio. p.a. (ShanghaiDaily 11.02.2015). Die Wertsteigerung des DF-Vorgängerfonds erzielte per 2015 kumuliert ca. 36 % Wertzuwachs (CCPF-Audit Fair Value).



Parkhäuser in China/Peking: erforderlich wäre eine Parkfläche von der Größe von Paris. Ein DF-Zielfonds investiert dort in profitable Garagenstellplätze

von 13 – 14 % prognostiziert wird, ein Parkhausentwicklungsprojekt in China, dass bis 2024 eine laufende Verzinsung von 10 – 12 % und eine Gesamtverzinsung von ca. 20 % IRR einbringen soll sowie ein Portfolio von 50 E-Commerce Logistik-Verteilzentren in den USA, dass mit einer laufenden Verzinsung von 8 % p.a. und einer Gesamtverzinsung von 14-16 % IRR kalkuliert wird.

## II DFG-Fondsmanagement-Performance

### **Institutionelles Investitionsumfeld**

Obwohl dieser Fonds für Privatanleger aufgelegt wurde, hat er die Qualität eines institutionellen Investmentvehikels. Er bietet Privat-

Segmenten Opportunityinvestments, Value Added, Mezzanine und Secondaries und zwar in den Schwerpunktbranchen Infrastruktur und Real Estate. **CHECK- Managementperformance: 1,13**

### **Case Study I: Aktuelle Zielfondsbeispiele im Segment Verkehrsinfrastruktur**

Beispiel C.C.P.Fund (CCPF) mit dem Schwerpunkt Parkraumentwicklung in Großstädten in China, an dem ein DF-Vorgängerfonds beteiligt ist: In China werden zurzeit monatlich ca. 1,1 Mio. Fahrzeuge verkauft. Die Parkplatzentwickler nutzen die explosiv wachsende Nachfrage nach Parkraum, um hohe Renditen zu erzielen. Jones Lang Lasalle hat für einen holländischen Pensionsfonds eine

### **Case Study II: Fiberglas-Datenbreitbandnetz**

Der DF-Zielfondsmanager A. veräußerte 2013 ein Telekom-Breitbandverkabelungsprojekt für USD 253 Mio. für das der A.-Zielfonds II 2010 ca. USD 140 Mio. für 50 % der Anteile an dem expandierenden US-IT-Unternehmen investiert hatte. Es wurden in 3 Jahren rund 3000 Meilen Kabel verlegt. Erzielt wurde ein Exit des 1,8-fachen der Investition und eine 22,3 % IRR-Rendite p.a.. Gekauft wurde zum 7,5-fachen des EBITDA und verkauft zum 11-fachen des EBITA. **CHECK-Portfolioqualität: 1,1**

### **Vorbildliche Standards**

Die DFG-Manager haben bei der Umsetzung der Regulierung durch das Kapitalanlagegesetzbuch vorbildliche Standards entwickelt. Sie sind aus CHECK-Perspektive in der deutschen Beteiligungsbranche Vorreiter und "Benchmark" für die Umsetzung von Blind-Pool-Dachfondskonstruktionen und



# CHECK-ANALYSE

zwar in den Segmenten Private Equity-Infrastruktur-Value Added- und Opportunity-Immobilien-Investitionen. Die Risikomischung unter den 10 bisher aufgelegten DF-Dachfonds hat paradigmagebende Bedeutung.

## Vorbildliche Jahresberichte

Am Beispiel der Jahresberichte der Deutschen Finance Group kann genau verfolgt werden, wie sich der Anteilswert des Anlegers von Jahr zu Jahr entwickelt hat. Hohe Objektrenditen auf Zielunternehmensebene sind eine Voraussetzung dafür, dass nach Abzug der Kosten auf der Dachfondsebene diese Wertsteigerung möglich ist.

## Jährlicher Wertzuwachs testiert – Überprüfung des Risikomanagements

- \* Testiert werden die Neubewertungsgewinne der DFG-Dachfonds und zwar durch Aktivierung der stillen Reserven aus Immobilieninvestitionen in Objekte, die z. B. besser vermietet wurden und in Folge deutlich über Einstand verkauft werden.
- \* Testiert werden ebenfalls die Geschäftsberichte der Zielfonds.
- \* Geprüft werden im Auditverfahren auch die Dachfonds-Rechnungslegung und das interne Kontrollsystem.

## Beispiel Wertzuwachs DFG-Fonds PERE I

Erhöht sich der Nettoinventarwert eines Fonds binnen Jahresfrist von 0,8 auf 0,95 (hier bei PERE I von 2014 auf 2015), kann der Investor anhand der testierten Neubewertungsgewinne nachvollziehen, wie dieser Mehrwert entstanden ist. Er kann - dank genauer Auflistung der Performance der Zielfonds - durch den Dachfonds hindurch den Wertgewinn seines Fondsanteils z. B. aufgrund eines großvolumigen Investment-Exits eines Zielfonds zurückverfolgen.

Die Auswirkungen auf seinen Fondsanteil - einschließlich der wertmindernden Effekte durch Kosten und möglicherweise verspätete Exits - sind lückenlos nachvollziehbar.

**CHECK-Risikowertung: 1,1**

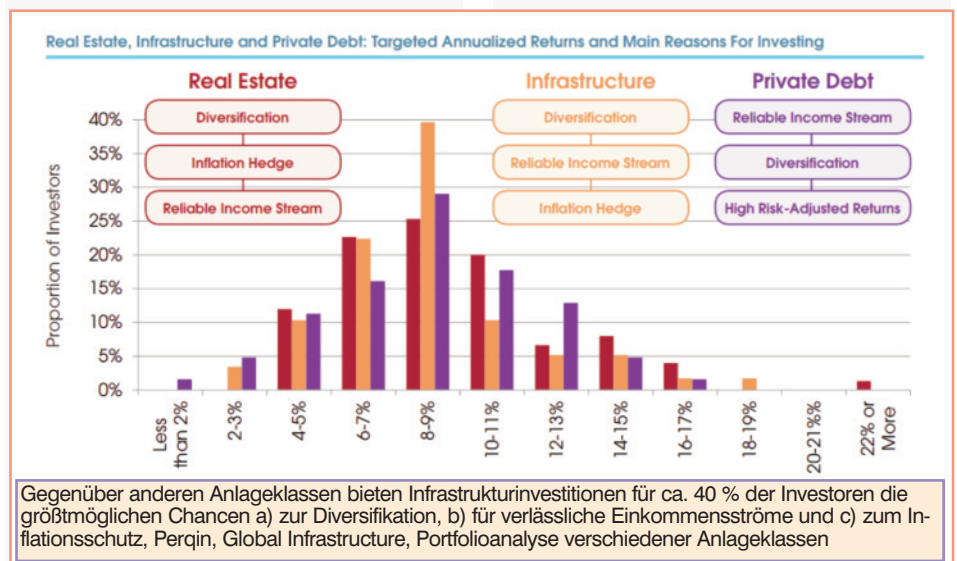
## Risikolimits eingehalten

Die mit den Jahresberichten beauftragten Wirtschaftsprüfer überprüfen das aktive Risikomanagementsystem. Sie prüfen z. B. nach, ob die KVG die Risikolimits eingehalten hat. Werden diese Risikolimits tangiert (z.B. durch eine dauerhafte Untervermietung oder drohenden Einbruch des Cash Flows eines Zielfonds), MUSS der Maßnahmenkatalog des Risikomanagementsystems (das regelmäßige

vorbildlich strategisch vorausschauendes Risiko- und Währungsmanagement sowie eine nahtlose Unterwerfung unter eine externe, wirtschaftlich starke, unabhängige Verwahrstelle. Von ihr werden sämtliche Zahlungsflüsse des Fonds erst auf Anlagenkonformität überprüft bevor Zahlungsmittel freigegeben werden. Diese kontinuierlich eingehaltenen Prozesse gehören zur selbstverständlichen Alltagspraxis des inzwischen auch als Vermögensverwalter bankrechtlich unter dem Kreditwesengesetz zugelassenen Finanzinstituts gem. KWG.

## III Abgrenzung - Selektionsprozess - Alleinstellungsmerkmal

**Private statt öffentliche (liquide) Märkte**



gen Prüfungen unterzogen wird) unmittelbar tätig werden. Den Jahresberichten ist pflichtgemäß zu entnehmen, ob, wann und mit welchem Erfolg das Risikomanagement tätig war (war bei den DFG-Zielfonds bisher nicht erforderlich).

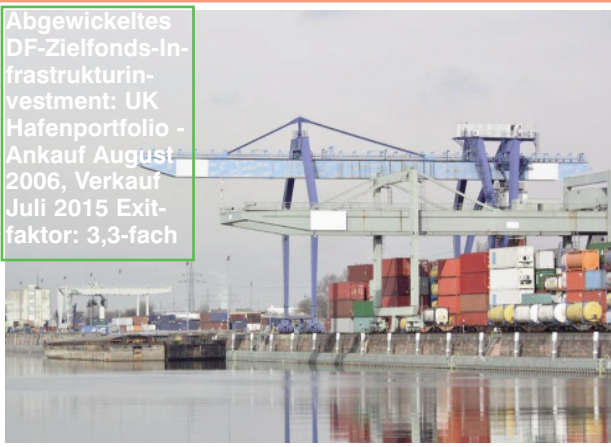
## Regulierungskonforme Selbstverpflichtung

Zu den DF-Standards gehören geprüfte Anlagebedingungen, externe Bewertung, durchgehende Transparenz und pünktliche Lieferung der Geschäftsberichte. Selbstverständlich sind ferner ein

Öffentliche, liquide Märkte (Public Markets) sind einem kannibalisieren Bieterprozess ausgesetzt. Mega-Fonds gehen, um zum Zuge zu kommen, bei der Produktqualität oft Kompromisse ein. Die wesentlich lukrativeren, privaten Märkte sind dagegen nur ausgewiesenen Insidern wie den DF-Managern zugänglich. Der Zugang zu „Private Market Investments“ erfordert einen wesentlich höheren Analyseaufwand, da dort standardisierte Prozesse und hohe Transparenz wie in liquiden Märkten fehlen. Die Investoren der Privaten Infrastrukturmärkte erzielen eine „Illiquiditätsprämie“ dafür, dass ihr Kapital

# CHECK-ANALYSE

Abgewickelter  
DF-Zielfonds-  
Infrastruktur-  
investment: UK  
Hafenportfolio -  
Ankauf August  
2006, Verkauf  
Juli 2015 Exit-  
faktor: 3,3-fach



in Infrastrukturprojekten länger gebunden ist, als in liquiden, öffentlichen Märkten (Dr. Harald Eggerstedt: „Investments in Infrastruktur bringen eine Illiquiditätsprämie“, Hedgework 2012). Daher sind die höheren Risiken dieser Märkte nur durch ein gut funktionierendes Netzwerk aus Experten und vertrauenswürdigen Insidern taxierbar.

**CHECK- Partnercontrolling: 1,1**

## Non-Traditional Investments

Die DF-Manager stoßen weiter vor in Richtung Zielinvestitionsumfeld. Der DF-Zugang zu den Private Markets zielt mit Hilfe einer stark individualisierten „fokussierten Investmentstrategie“ auf „non-traditional“ Investments. „Viele der besten und erfolgreichsten Investmentmanager sind im Non-Traditional Universum unterwegs“ (JoycePayne Partners 2016). „Sie auffindig zu machen und in sie zu investieren ist eine zeitraubende, intellektuell herausfordernde, dokumenten- und prüfintensive Aufgabe.“ Doch nur in diesem Umfeld sind wettbewerbsarme, von hoher Verlässlichkeit und Eigenverantwortung geprägte Investments möglich. Institutionelle Private Market Investoren gehen aufgrund ihrer gleichgerichteten Interessen und der ausgeprägt gegenseitigen Kontrolle auch Coinvestments und Joint Ventures ein. Durch diesen Mehraufwand können gegenüber passiven Investitionsstrategien höhere Renditen erzielt werden. Zugleich führt die intime Kenntnis

des Infrastruktur-Zielinvestmentumfelds zu eigeninitiativ kreierte DF-Investmentopportunitäten. **CHECK-Marktzugang: 1,1**

## Struktur der Unternehmensgruppe

Die Deutsche Finance Group ist strategisch in die Bereiche Konzernsteuerung, Asset Management Vertrieb und Administration gegliedert und wird von den Vorständen Thomas Oliver Müller (Vorsitzender), Dr. Sven Neubauer (Investitionsvorstand) geleitet. Die Rechtsanwälte Rüdiger Herzog (Vorsitzender), Dr. Dirk Rupietta und Dr. Tobias Wagner achten als Aufsichtsräte auf die Kontrolle des Vorstandes der Deutschen Finance Holding AG. Der Vertrieb wird über beratungsorientierte und aktive Vertriebspartner sowie über ein eigenes DF-Finanzdienstleistungsinstitut realisiert. Ein hoher Qualitätsanspruch an die Vertriebskoordinatoren und deren Makler (Sachkenntnisse, Kommunikationsfähigkeiten) sorgt für ein hohes Niveau und eine enge, vertrauensvolle Zusammenarbeit.

## DF Deutsche Finance PRIVATE Fund 11 – Infrastruktur Global - GmbH & Co. geschlossene InvKG

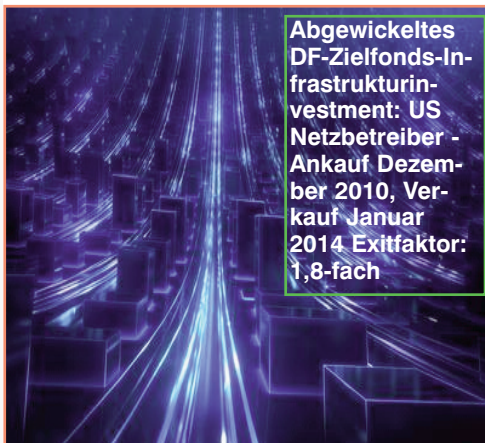
Initiatorin und Prospektherausgeberin ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft DF Deutsche Finance Investment GmbH, München, und somit verantwortlich für das Angebot. Komplementärin, Gründungsgesellschafterin und geschäftsführende Gesellschafterin des Deutsche Finance Private Fund 11 – Infrastruktur Global - GmbH & Co. geschlossene InvKG ist die DF Deutsche Finance Managing GmbH. KVG-Geschäftsführer, der DF Deutsche Finance Investment GmbH, sind André Schwab und Stefanie Watzl. Herr Schwab ist seit Gründung der Deutschen Finance Group im Segment Struktu-

rierung, Konzeption und der Erarbeitung von Due-Diligence-Verfahren von institutionellen Zielfonds tätig. Stephanie Watzel verantwortete zuletzt das Risikomanagement innerhalb der KVG und übernimmt die Position von Symon Godl, der die Geschäftsführung der Deutschen Finance Asset Management verantwortet.

## Ausgereifte Anlagebedingungen

An erster Stelle steht die verbindliche Haftungspartizipation der Zielfondsmanager. Das Eigenrisiko der Zielfondsmanager muss deutlich über den Gebühren liegen, um damit zur Risikosensibilisierung wirksam beizutragen (muss nennenswert in den eigenen Zielfonds investiert sein). Ein laufendes Berichtswesen wird mindestens nach US-GAAP oder IFRS erwartet, dass jährlich geprüft und bestätigt sein muss. Nachhaltig positiver Track Record, gewinnabhängige Vergütungen. Der Zielfondsmanager muss durch die Anlegermehrheit ausgeschlossen und/oder ersetzt werden können. Nach dem Prinzip der Risikomischung wird der Fund 11 sektoral (ökonomische- bzw wirtschaftliche und soziale Infrastruktur und global (Industriestaaten, Schwellenländer) diversifiziert investieren. Ein starrer Investitionsschlüssel besteht nicht. Er würde den sich verändernden Marktgegebenheiten nicht gerecht. Daher können, je nach Opportunitäten der Märkte die Anlagestrategien angepasst werden (z. B. bei der Auswahl der Regionen). Unter AIF-Anlagebe-

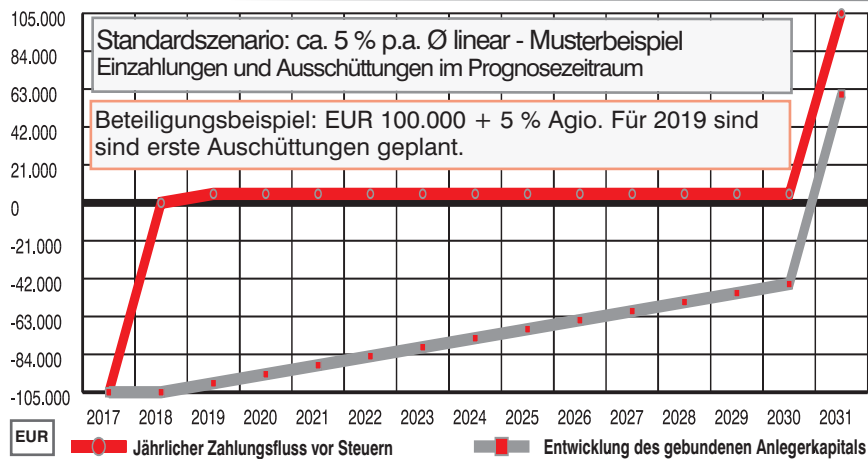
Abgewickelter  
DF-Zielfonds-  
Infrastruktur-  
investment: US  
Netzbetreiber -  
Ankauf Dezember  
2010, Verkauf  
Januar  
2014 Exitfaktor:  
1,8-fach





# CHECK-ANALYSE

## Ein- und Auszahlungsschaubild



dingungen werden die bewährten DF-Investitionskriterien grundsätzlich fortgeschrieben, systemgemäß kontrolliert durch die Verwahrstelle.

**CHECK-Anlagebedingungen: 1,13**

### Der DF-Fund 11- Selektionsprozess

Die Zielfondsmanager werden im Rahmen eines Questionnaires durch über 100 detaillierte Fragen zur Track Record-Objektperformance, Geschäftsabwicklung, zur persönlichen Reputation, zu ihrer internen Ablauforganisation, zum Umgang mit Partnern, zum Risikomanagement, zur Dokumentationsstreue und Reportingqualität durchleuchtet und müssen diese Fragen wahrheitsgemäß beantworten. Die Anlagebedingungen werden nach Ländern, Kaufzeiten, Regionen, Sektoren und Investmentstilen und den Kernkompetenzen der lokalen Fondsmanager diversifiziert. CHECK konnte Beispiele dieser Due Diligence-Verfahren auswerten und deren Stichhaltigkeit bestätigen.

**Due-Diligence-Qualität: 1,1**

### IV Zur Renditekalkulation

Bezogen auf die Laufzeit von 13 Jahren nach Platzierung ergibt

sich für die Einmalanleger bei 165 % geplanter Gesamtausschüttung eine durchschnittliche Jahresrendite von ca. 5 %. Die Rendite der Ansparer fällt höher aus, obwohl die Gesamtauszahlung mit 146 % unter der der Einmalzahler liegt. Das durchschnittlich gebundene Kapital ist jedoch deutlich niedriger. Die Analyse der Auszahlungsprämissen ergibt, dass die kalkulierten Cash Flows aus den Zielfonds (zu) vorsichtig angesetzt wurden. Demnach würden die Zielfonds inkl. Exits lediglich etwa 7 % p. a. netto an den Dachfonds abführen. Davon sind pauschal ca. 3 % laufende Kosten bezogen auf den durchschnittlichen NIW abzuziehen. Es wird angenommen, dass der NIW zunächst unter dem Niveau des gebundenen Kapitals liegt und dann darüber, so dass durchschnittlich pauschal 2,5 % vom Nominalkapital angenommen werden. Tatsächlich zahlt kaum ein DF-Zielfonds inkl. Exits weniger als 10 % netto an den Dachfonds. So dass CHECK als realistische Annahme durchschnittlich 7,5 % p.a. annimmt (Gesamtrückfluss minus Einsatz durch Laufzeitjah-

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

re). Alle bisher untersuchten Zielfonds lagen nach Kosten durchschnittlich über 10 %.

### Vorteilhafter Steuereffekt

Da auf Zielfondsebene in der Regel Steuern bereits im Belegheitsland der Betriebsstätte abgezogen werden, fließt der Return teilweise als Nachsteuerrendite aus den Dachfonds zurück, vermindert um den Progressionsvorbehalt in Deutschland. Mit den meisten Zielfondsländern bestehen Doppelbesteuerungsabkommen. Dadurch ergibt sich - im Vergleich zu einem Inlandsfonds - eine geringere Steuerbelastung in Deutschland. Dieser Vorteil kann je nach Einkommenshöhe bis zu 45 % des Beteiligungsergebnisses ausmachen. CHECK setzt durchschnittlich ca. 30 % bezogen auf 50 % der Auszahlungen an (= 15 %). Demnach ist eine Gesamtrendite von ca. 8,63 % p. a. möglich.

**CHECK-Renditewertung: 2,14**

### Resümee

Der Fund 11 setzt die positive Performancestruktur und Investitionstiefe der Vorgängerfonds mit einer an Infrastrukturprojekte angepassten Investmentstrategie fort. Der exklusive DF-Managementzugang zu ausgesuchten lokalen institutionellen Leistungsträgern der Infrastruktur-Zielfondsbranche, kombiniert mit weiterentwickelten Instrumenten der Kapitalbindungserhöhung, rechtfertigt die Erwartung einer hohen, einstelligen Vorsteuerrendite.

**CHECK-Gesamtwertung: 1,2**

**Wichtiger Hinweis:** CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit geschlossener Fonds. Eine positive Bewertung bedeutet keine Gewähr gegen das **Verlustrisiko**. CHECK wertet Informationen des Angebotes stichtagsbezogen aus. CHECK-Analyse ist kein "Wertpapierdienstleistungsunternehmen" und unterliegt nicht dem Wertpapierhandelsgesetz.