

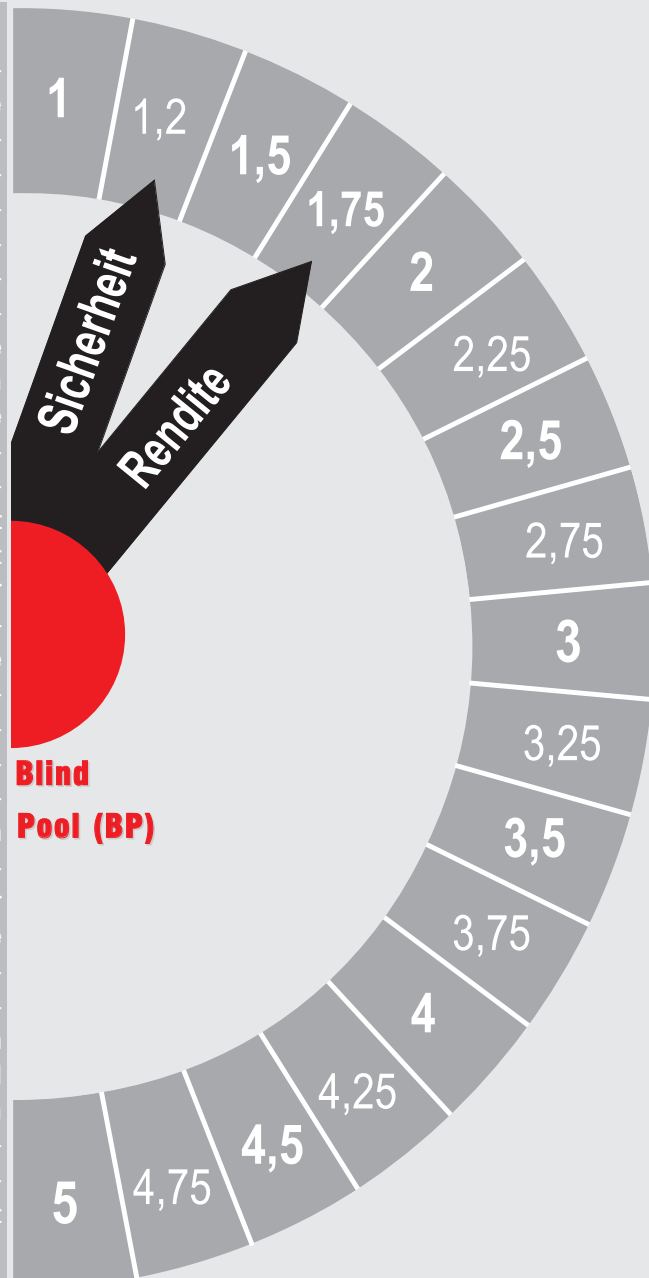
# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

## Ratings geschlossener Fonds

### Zum CHECK-Wertungssystem

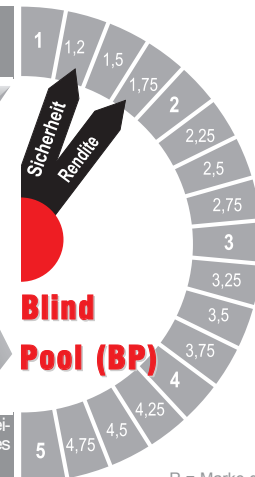
Jedes ernstzunehmende Investment verdient eine individuelle und in allen Punkten systematische Rekonstruktion und Auswertung der wichtigsten Leistungsmerkmale. Die CHECK-Analyse bereitet die Projektentwicklungsqualität und Marktpositionierung der Fondsangebote verdichtet auf und bewertet sie in ihrem spezifischen Markt. Die CHECK-Benotung dient der vergleichenden Einordnung des Angebots zum aktuellen Zeitpunkt der Analyseveröffentlichung. Gibt der Markt veränderte Parameter vor (z.B. Kaufpreisschwankungen, Wechselkurssprünge, neue Risikotypen wie biometrische Risiken, Länderisiken, Steuergesetzänderungen, Marktübersättigungen) wird einerseits der Maßstab vergangener Bewertungen zugrunde gelegt. Zusätzlich werden neue Parameter - z.B. bei der Positionierung der Fondsprojekte in veränderten, neuen Märkten - in das bestehende CHECK-Bewertungssystem aufgenommen und an das Risiko-/Rendite-Profil des seit 10 Jahren geltenden CHECK-Sicherheits- und Rendite-systems angepasst. Der CHECK-Initiator analysiert und bewertet geschlossene Fonds seit 1991.



**DFC DEUTSCHE FONDS CONCEPT GMBH**  
**IPP INSTITUTIONAL PROPERTY PARTNERS I**

FONDS-TEST Nr. 25/11  
September 2011

# CHECK



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

R = Marke gem. § 41 Markengesetz

## Deutsche Finance Group: IPP I

### Präambel

Nach einer Serie erfolgreicher Opportunity-/Value Added-Investments in den Segmenten internationale Immobilien und Infrastruktur mit ersten, deutlich zweistelligen Projekt-Exits hat sich das Team der Deutschen Finance Group (DFG) dazu entschlossen, eine weitere Dachfondserie, den IPP Institutional Property Partners Fund I in den Markt zu bringen. Durch den kontinuierlichen Aufbau eines Netzwerkes zu institutionellen Fondsmanagern hat die DIA Deutsche Institutional Advisors GmbH (der Asset-Manager innerhalb des DFG-Konzerns) eine beachtliche Zielfonds-Deal Pipeline aufgebaut und kann mit ihrem neuen Fonds der als Einmaleinlagenmodell konzipiert worden ist, weitere Investitionsvolumina bewegen. Nach CHECK-Einschätzung gehen die Dachfondsmanager mit den ihnen anvertrauten Investitionsmitteln konsequent verantwortungsvoll um, und haben sie in aller Regel über Plan vermehrt.

### Verpflichtung zum institutionellen Investitionsstil

Das DIA-Management hat sich dem Due-Diligence-Anspruch institutioneller finanzstarker Investoren verschrieben. Die aus dem institutionellen Umfeld stammenden DIA-Manager haben einen international anerkannten Track-Record und sind auf institutionelle Investitionsstrategien spezialisiert. Die Investitionsschwellen anspruchsvoller Großkunden wie Pensionskassen, Stiftungen und Versicherer sind deutlich höher als die für Kleinanleger-Fonds üblichen Investitionsvoraussetzungen.

### Historische Performance

Auch wenn die Ergebniszahlen in kumulierter Form nicht testiert sind, die Jahresabschlüsse der institutionellen Zielfonds werden nach internationalen Regeln WP-bestätigt. Die Leistungsberichte 2010 der Deutsche Finance Group beruhen auf testierten Geschäftsberichten. Die Zahlen der Quartalsberichte der institutionellen Zielfonds (nicht geprüft) weisen einen

plausiblen Zusammenhang zu den Investitionen und Mittelabflüssen auf. Eine beispielhafte Einsicht in die Zielfondsberichte ergab ein in sich stimmiges Bild der Einnahmen und Ausgaben sowie der individuellen Umstände und Investitionen der operativen Investments. Die eingesehenen operativen Zielobjektergebnisse und die Wertannahmen zum Wertstand des gebundenen Kapitals der Dachfonds (NAV PPP, AGP I, AGP II, AGP III) beruhen auf objektiv nachvollziehbaren Vermarktungsergebnissen. Die Detailtiefe und die hohen Standards der Zielfondsberichte erlauben eine plausible Bestimmung der Zeitwerte (Basis: Vermietungsquoten, Miethöhe, Vergleichstransaktionen). Für AGP I wird per Ende 2010 eine Wertentwicklung der Investments von 16,18 % ausgewiesen, für die Zielfonds im laufenden Geschäftsjahr von 18,58 %, bezogen auf das gebundene Fondskapital von ca. 45%.

Die erworbenen AGP-II-Zielfonds wurden - trotz Finanzkrise und trotz anfänglicher Liquiditätsbelastung durch einmalige Fondskosten - kumuliert per Ende 2010 mit dem Ist-Vervielfältiger des 1,37fachen bewertet (Basis: investiertes Kapital), d.h. die Portfoliowerte weisen ein beachtliches Wachstum von 17,81 % IRR auf, im Geschäftsjahr von 12,59 %. Beim Erstfonds "PPP" (aufgelegt 2007) erreicht die voraussichtliche Anlegerrendite zurzeit ca. 18 % p. a., bezogen auf das in Zielinvestments gebundene und abgerufene Kapital.

### Risikoreduzierende Diversifikation

Die Zielfonds in Asien/Indien haben weniger Kapital abgerufen als erwartet. Investiert sind die Zielfonds weltweit in den USA, Südamerika, Kanada und Europa. Die teilweise unterplanmäßigen Abrufe der Asienzielfonds werden z. B. kompensiert durch Umschlagdynamik in Südamerika. Der bisherige Portfolioaufbau der DFG-Dachfonds ist beachtlich, insgesamt wurde über die gezeichneten Ziel-

**Das CHECK-Ergebnis:**  
**Sicherheit: 1,2 (BP)**  
**Laufzeitbonus: 1,2 (BP)**  
**Rendite: 1,75 (BP)**



**Emissionsmanagement mit herausragender Performancehistorie bei institutionellem Großinvestor - KG-Fonds über Plan**



**institutioneller Investmentstil + über Jahre gewachsene Vernetzung mit örtlichen Zielfondsmanagern entscheidender Erfolgsfaktor**



**straffes Zielfondscontrolling und faire Ergebnisverteilungsregelung rechtfertigen hohes Anlegervertrauen**



**überdurchschnittlich kurze Laufzeiterwartung lässt raschen Kapitalrückfluss erwarten**



**durchgehende Transparenzbereitschaft bietet - bei Bedarf - lückenlosen Einblick in die Wertschöpfungspotenziale**



**hohe Eigenbeteiligung der Zielfonds garantiert Interessengleichheit**



**versierte Projektentwickler schaffen hohe Substanzquoten bei niedrigem Ausfallrisiko**

**GESAMT-  
NOTE:  
1,4 (BP)**

# CHECK - ANALYSE

fonds in 70.688 Wohnungen, 612.084 qm Bürofläche, 3.190 Hotelzimmer, 173 Senioren-Appartements, 553.749 qm Parkhausentwicklungsflächen, 40.177 bestehende Parkplätze, 25 Häfen, 17 Windparks, 4 Solarparks, 251.529 qm Logistikflächen, 778.672 qm Einzelhandelsflächen, 50 Kraftwerke/erneuerbare Energien, 2 Wasserversorger, 1 Pipeline, 1 Fahrgesellschaft, 2 Netzbetreiber, 60 Biogasanlagen, 2.188 Grundstücke/Fertighäuser, Mineralöldepots mit 31.800.000 Barrel und 1 Energiedienstleister investiert.

## Operative Due-Diligence-Leistung

Das operative Asset-Management-Team, Dr. Neubauer und Herr Godl, wird begleitet von den Asset-Management-Board Profis Heimo Leopold, Prof. Dr. John Davidson und Dirk Schekerka. Heimo Leopold war zuvor Finanzchef der E.ON Energie und verantwortete das gesamte Asset Management in Höhe von EUR 20 Mrd. In dieser Funktion war er verantwortlich für den Aufbau von 60 institutionellen Fonds (Immobilien, Infrastruktur, Private Equity, Volumen ca. EUR 2,5 Mrd.). Ebenfalls zum Team gehört Prof. Dr. John Davidson, ein "halber" Angelsachse, 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 Funktion im Advisory Board der Finance Group ist er Dozent für "Private Equity Real Estate" an der Universität Luzern, Fakultät Finance & Banking. Dirk Schekerka ist einer von drei deutschen Geschäftsführern eines angelsächsischen Private Equity Fonds und managt mehr als EUR 10 Mrd. für institutionelle Anleger vor allem im Mid-Cap-Bereich in Europa.

## Anforderungen Sicherheit (Investitionskriterien)

**Managementspezifische Anforderungen:** Die verbindliche Haftungspartizipation der Zielfondsmanager mit den Interessen der (institutionellen) Investoren ist für die DIA-Manager zwingend. In aller Regel konnten wir nachvollziehen, dass das Eigenrisiko der Zielfondsmanager deutlich über den Gebühren liegt und damit für die Risikosensibilisierung wirksam wird. Die Zielfondsmanager müssen eigenes Geld in die Zielfonds investieren. Damit die Arbeit der Zielfondsmanager auch regelmäßig beurteilt werden kann, wird ein vierteljährliches Berichtswesen ver-

langt, dass mindestens jährlich nach US-GAAP oder IFSR geprüft und bestätigt sein muss. Aus den Berichten geht auch die Performance der Zielfondsmanager hervor, die einen positiven Track Record aufweisen müssen. Systemimmanent sind gewinnabhängige Vergütungen, die ein bloßes Verwalten der Objekte für die Manager wirtschaftlich unattraktiv machen. Gefordert wird 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.

Die von uns eingesehenen **Performanceberichte** zeigten aussagefähige, überzeugende Track Records der Zielfondsmanager. Eine Voraussetzung, den nachhaltigen Investorfolg nachvollziehen zu können, ist die Überprüfbarkeit der eingeschlagenen Investmentstrategie (die genau definiert sein muss). Dadurch wird erkennbar, dass die erzielten Erfolge keine Zufälle sind, sondern strategisch geplant wurden. Es geht des Weiteren um den positiven Track Record der Zielfondsmanager, nicht nur des Zielfonds (Anhaltspunkt für ein "Spin-Off" der Schlüsselpersonen ist ein "Deal-Breaker"). Deshalb werden auch neben der Managementleistung die soziale Bindungskraft des Zielfondsunternehmens und damit dessen personelle Kontinuität geprüft. Auch der Einblick in Zielfonds-Projektverträge offenbart dem erfahrenen Asset-Management Team der Deutschen Finance Group z. B. das Risikobewusstsein der Zielfondsmanager und deren Erfahrungshintergrund im Umgang mit Leistungsmängeln bei der Beauftragung und Kontrolle von Bauwerken. Der Informationsaustausch mit den institutionellen Mitinvestoren, die bereits Erfahrungen mit dem Zielfondsmanager haben, offenbart, ob und wie stichhaltig die Referenzen des Zielfondsmanagements zu werten sind. In unseren intensiven Gesprächen mit dem DIA-Management vor Ort konnten wir Einblick in die langjährigen, von Süd-Amerika bis Südostasien angelegten Netzwerke nehmen, die seit vielen Jahren aufgebaut, vertieft und regelmäßig gepflegt werden. Dies erfordert unter anderem, dass vor Ort Meetings mit den Zielfondsmanagern und z. B. auch mit deren Wettbewerbern stattfinden. Nur auf dieser Kontaktbasis wird in der Regel deutlich genug, wie die Zielfondsmanager vor Ort ihr Geschäft betreiben

und z. B. Netzwerkvorteile beim Deal Flow und bei der Erteilung z.B. von Genehmigungen nutzen können.

## Objektspezifische Anforderungen

Die Kriterien Werterhalt (die Zeitwerte der investierten Investments dürfen nicht unter den Einstandswert fallen), Inflationsschutz (die Mindestverzinsung muss über der Inflationsrate und dem Einstiegswechselkurs liegen), und die Schaffung von Liquidität durch planbare Cash-Flows sind im neuen IPP Institutional Property Partners Fund I implizit unterstellt. Alle weiteren Kriterien werden ausdrücklich zum Maßstab erhoben. Dies setzt ein laufendes Berichtswesen nach anerkannten Bilanzrichtlinien voraus (siehe oben). Die Risikodiversifikation wird verlangt auf Dach- sowie auf Zielfondsebene. Zur Absicherung gegen juristische und fiskalische Risiken wird ein Rechts- und Steurgutachten durch die DIA in Auftrag gegeben, damit z. B. die Einordnung der Einkunftsart für den deutschen Anleger abgesichert werden kann.

## Anforderungen Rendite

Die Erfolgsgröße 10 % IRR p.a. als Anforderung an die Zielfondsrendite nimmt sich bescheiden aus angesichts einer Durchschnittsrendite, die auf Dachfondsebene (PPP und AGP) der Deutschen Finance Group bereits jetzt bei ca. 15 % p.a. liegt (Leistungsberichte 31.12.2010). Dies setzt voraus, dass die Zielfondsrenditen (vor Kosten und Gewinnbeteiligungen) ca. doppelt so hoch sind.

## CHECK-Prüfung vor Ort

Die Manager der DIA Deutsche Institutional Advisors GmbH prüfen das Zielfondsmanagement an konkreten Investmentbeispielen vor Ort. Sie prüfen z. B. bei Wettbewerbern, ob sich die lokale Verankerung ihrer Wunschkandidaten als echter Marktvorteil herausstellt. Bei der zweiten CHECK-Vor-Ort-Prüfung am Sitz des Initiators waren wir überzeugt, dass sich die DIA-Manager über die Wirtschaftlichkeit der investierten Zielfondsinvestments detailliert informieren.

## Belastbare Zeitwerte

Die Stichhaltigkeit der Zeitwertbestimmung der jeweiligen Zielfondsportfolios (NAV) konnte schlüssig nachvollzogen werden. In den von uns eingesehenen Fällen lagen umfangreiche Objektberichte vor, die über Kaufpreis, Vermietungsstand, Bauqualität, lokale Standortvorteile, Kosten und Effizienz von

# CHECK - ANALYSE

Renovierungsmaßnahmen im Rahmen eines schlüssigen Investitions- und Exitplans detailliert Auskunft gaben.

## Über 500 Investments

Die DIA-Manager kennen "ihre" Investments so genau wie das Zielfondsmanagement selbst. Daher überrascht nicht, dass sich das DIA-Management auch für eine weitere Fondsstrategie mit Direktinvestments in geeigneten Zielgebieten hinreichend gerüstet fühlt. Mit einer Direktinvestmentkonzeption wird die Deutsche Finance Group daher voraussichtlich Mitte nächsten Jahres auf den Markt kommen. Dass es bei den Zielfondsinvestitionen angabegemäß noch keinen Ausfall gegeben hat (immerhin wurde über die bisher gezeichneten Zielfonds in über 500 Investments investiert), ist ein überzeugender Beweis für die Stichhaltigkeit und der konsequenten Anwendungsstringenz des Auswahlprozesses für institutionelle Zielfonds sowie der überaus überzeugenden Kompetenz des Asset-Managements der Deutschen Finance Group.

## Aktuelle Investitionen

Es überrascht es nicht, dass der AGP III, der erst Ende Juli 2011 aufgelegt worden war, bereits im Begriff ist, eine erste Investition zu tätigen. Aus dem Blackstone und Lonestar-Management war Ende der 90er Jahre ein Immobilienzielfondsmanager per Spin-Off mit Ausrichtung Europa (z. B. Deutschland, Frankreich, Polen, Spanien) entstanden, der opportunistisch in Privatkliniken und Pflegeheime und zu 50 % in Distressed Assets investiert. Der Zielfondsmanager bringt einen Erfahrungshintergrund von EUR 1,4 Mrd. Transaktionen im Segment Real Estate mit.

Auch für **AGP II** meldet die Deutsche Finance Group eine 9. Investition mit einem Zielfondsmanager, der Partnerkapital von namhaften institutionellen Investoren einbringt, und in bis zu 45 % untervermietete Objekte in Hamburg, Frankfurt, Düsseldorf, Köln, Stuttgart und München investiert. Nach eingehender Prüfung des Value added-Konzepts und der Expertise eines Londoner Vermietungsbrokers waren die DIA-Manager von der Vermietungsstrategie überzeugt und rechnen für den 1,6fach überzeichneten Zielfonds mit einer Mindestverzinsung nach Kosten von 15 % bis 18 % IRR. Der Track Record des Vorgängerfonds weist angabegemäß einen Multiple des 1,8fachen und einen IRR von 28,3 % auf.

Für den **AGP I** halten die DIA-Manager aktuell eine Investitionschance in den Segmenten Office und Logistik in Nordeuropa wie Schweden, Finnland, Norwegen, Dänemark bereit. Für einen Zielfonds des AGP I eröffnete sich 2010 in Manhattan ein Opportunity Investment in ein Hotelprojekt, das für einen Zimmerkaufpreis von USD 200.000 nach Umbauinvestitionen 2011 nun zu einem Verkaufspreis von USD 425.000 an den Markt geht. Zu den Investments gehören auch qualitativ hochwertige Mehrfamilienhäuser, die wegen Überschuldung zu Opportunitypreisen liquidiert werden mussten. Multiplerwartung ohne FK: 3,6fach. Der AGP I-Zielfondsanteils wert wurde durch diese Investments um ca. 45 % gesteigert.

kei, heraus, der unter anderem in einer 532.000 Einwohnerstadt in ein Shopping-Center investiert, das als Anker-Mieter die Filiale eines europäischen Lebensmittelkonzerns und ein 4-Sterne-Hotel mit 150 Zimmern enthalten wird. Die Mall mit ca. 63.000 qm auf vier Ebenen und 1.750 Tiefgaragenparkplätzen hat eine "große Eröffnung" im Oktober 2012 und wird seit April 2011 umgebaut. Europäische Filialisten im Konsumelektroniksektor sind von dem Konzept so überzeugt, "dass sie Schlange stehen", um in das Center hereinzukommen. Üblicherweise wird nach einer anfänglichen Betreiberphase von 2 Jahren in dem vollständig renovierten und bedarfsgerecht entwickelten Center mit einer Justierung der Mieter und Angebotsstruktur gerechnet, bevor sich für den



**Zielfonds Türkei:** Umbau zu einem 63.000 qm Nutzfläche großen Shoppingcenter auf vier Stockwerken inkl. Vier-Sterne-Hotel, mit 1.750 unterirdischen Parkplätzen. Eröffnung: Oktober 2012

## Kompetenz Infrastruktur

Ein von General Electric gekauftes Gas-Pipeline-Projekt, dass die Durchleitungskapazität für den Betreiber Regency in Haynesville, North Louisiana, USA, auf 1,2 Mrd. Barrel Kubikfuß /Tag verdoppelt und damit dem wachsenden US-Gasmarkt gerecht wird, ist der Investitionsgegenstand eines Infrastrukturzielfonds, in den z. B. AGP I investiert hat. Mit einer Verdoppelung des investierten Kapitals ist zu rechnen.

## Pipeline IPP

Auch für den neuen IPP Fonds I haben die DIA-Manager bereits eine Pipeline an interessanten institutionellen Zielfonds stehen:

1) An prominenter Stelle ragt ein Zielfondsmanager, domiziliert in der Tür-

meist institutionellen Käufer ein stabiler Cash Flow von ca. 7 % p.a. einstellt. Für den Entwickler, an dem sich der IPP Fund "auf jeden Fall" beteiligen möchte, errechnet sich eine Projektrendite von über 30 % IRR bereits im Base-Case-Szenario.

Der Zielfonds investiert zugleich in der Türkei in 2 weitere Shoppingcenter mit ähnlichem Charakter und Umsatzpotenzial. Demnach darf der IPP Fund I bis ca. 2014 mit dem 2,58fachen seines eingesetzten Kapitals rechnen (Investorebene nach Gewinnbeteiligungen).

2) In Südamerika ist die Deutsche Finance Group über Zielfonds schon seit Jahren erfolgreich investiert. Hier geht es um Wohnbauentwicklung für den mittleren bis unteren Einkommensbereich. Für den IPP wird derzeit

# CHECK - ANALYSE

eine Investition in einen Zielfonds geprüft, der in vier verschiedenen Ländern Wohnungen und Häuser für einkommensschwache Bevölkerungsschichten entwickelt. Neben einer starken wirtschaftlichen Entwicklung dieser Regionen sprechen eine kurze Bauphase von 2 bis 3 Jahren, eine starke staatliche Förderung der Wohnbauprogramme und eine sichere Exitstrategie für die Investments. Der Zielfondsmanager erwartet eine Rendite in Höhe des 2,55fachen bis 2017 und neben institutionellen Investoren ist auch ein Family-Office, das die DIA-Manager schon aus einem Secondary-Investment für AGP II kennen, in diesen Zielfonds investiert.

3) Weiteres Investitionsziel soll eine Millionenstadt in Südostasien sein, wohin ebenfalls langjährige Kontakte zu institutionellen Fondsmanagern bestehen und intensiv gepflegt werden.

## Abgrenzung zu delegierenden Dachfonds

Ganz anders funktionieren Dachfonds von anderen Anbietern, die z.B. bei externen Beratern mangels eigenem Know-hows Projektbeteiligungen einkaufen, niemanden persönlich kennen und "nichts mitkriegen". Bei diesen oft hoch finanzierten Fonds, die bei vertrauten Insidern als "stay away"-Kandidaten gelten, eröffnen sich zeitnah Umsatz- und Exitrisiken, die z. B. auf Researchfehler des Operators zurückgeführt werden können. Die individualisierte Herangehensweise "Wie schafft Ihr das, was anderen nicht gelingt? Mit wie viel eigenem Geld seid Ihr dabei? Wie kann man sich vom Fondsmanager wieder trennen? Wie arbeitet Ihr zusammen? Gibt es Vorzugsbeteiligungsmöglichkeiten?" ist erst nach langjähriger Beobachtung möglich. Erst dann kristallisieren sich Geschäftsbeziehungen mit hohem Verlässlichkeitsgrad und diskretem Austausch belastbarer Informationen heraus. Mittelständische Unternehmen, deren CEOs ein existenzielles Interesse an dem Gelingen ihrer Investments haben, gehen mit fremdem Kapital verantwortungsvoller um. Große Equity-Provider dagegen sind anfällig für Personalwechsel, die ihre Erfolge lieber im eigenen Unternehmen weiterführen und/oder versucht sind, neben hohen Gehältern ohne Bindungskraft an die Arbeitgeberin, hohe Carrys "mitzunehmen". Sie arbeiten anders als Unternehmen, die ihre Experten aus dem selbst Ersparten bezahlen. "Große Unternehmen laden die falschen Leute ein!"

## Vorgeschichte

Die Due Diligence der institutionellen Zielfonds verantworten Dr. Sven Neubauer und Symon Godl. Beide haben beim E.ON-Konzern (EBITA 2010, ca. EUR 14 Mrd.) seit 2003 binnen 6 Jahren maßgeblich das globale Immobilienportfolio des Konzerns aufgebaut und seit 2003 knapp 700 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.

## Best European Pension Fund

Dieses Portfolio war den IPE-Immobilien spezialisten ("Investment and Pension Europe") eine Auszeichnung wert. Der "E.ON's GPS" wurde 2006 der "run away winner" und 2007 zum "Best European Pension Fund" gekürt. Platiniwürdig 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.

## Investmentstil

Den Blick und die Due Diligence-Disziplin für die Ansprüche institutioneller Investoren haben die DIA-Manager aus ihrer E.ON-Tradition mitgebracht. Straff strukturierte Abläufe bei allen neu anfallenden Entscheidungen haben den Blick für fehlerhafte Organisationsstrukturen geschärft und bisher verhindert, bei einem Dachfonds der Deutschen Finance Group falsch gelegen zu haben. Das Team Neubauer/Godl ergänzt sich ideal.

Während der eine schwerpunktmäßig den Blick für die Zielfonds-Managementqualitäten und Objektrenditepotenziale einbringt, liefert der andere den finanzmathematischen Hintergrund und berechnet die Auswirkungen der Variationen komplexer Variablen eines Assetportfolios. Dabei soll der Einblick von Wettbewerbern in das Zielfondsnetzwerk möglichst herausgehalten werden (die Zielfonds werden regelmäßig nicht benannt).

Erfahrungsgemäß stützt sich das DIA-Management hinsichtlich seiner Investitionsstrategie auf die oben beschriebenen typischen Merkmale institutioneller Fonds. Zielführend ist der Ver-

zicht des Asset-Managements, auf abstrakte "Top-Down-Allokationen" zu setzen, in denen die Wertschöpfungspotenziale individueller Nischen in schwachen Märkten verloren gehen können. Ein antizyklisches Investment kann auch in einem schwachen Markt erfolgreich sein. Dies erfordert jedoch die individualisierte Sichtweise auf das einzelne Investment, bevor die Marktchancen bewertet werden können.

## Diskrete Geschäftspolitik

Die Deutsche Finance Kommunikationskultur unter den langjährig gewachsenen Zielfondsmanagern soll möglichst exklusiv an möglichen Trittbrettfahrern der Branche vorbeigeführt werden, die als "me too"-Investoren in diese Netzwerke eindringen und versuchen könnten, das Konzept zu kopieren, was sich aber eher als sehr schwierig erweisen würde.

## Initiatorin

Initiatorin und Prospekttherausgeberin ist die DFC Deutsche Fonds Concept GmbH, München, (eine Konzerntochter) und somit verantwortlich für das Angebot. Sie ist zugleich Komplementärin und Geschäftsführerin der IPP Institutional Property Partners Fund I GmbH & Co. KG (siehe Beteiligungsangebot). Geschäftsführer ist André Schwab. Herr Schwab ist seit über einem Jahrzehnt in der Fondsbranche tätig. Als Geschäftsführer zeichnet er für alle aufgelegten Dachfonds der Deutschen Finance Group verantwortlich. Beim PPP Fund wurden, per Stand heute, 4, beim AGP I bisher 5, beim AGP II bisher 9 institutionelle Zielfonds mit Investments in insgesamt 13 Ländern gezeichnet. Die bisherige Performance beweist, dass die qualitative und quantitative Zielfondsauswahl nachhaltig erfolgreich war.

## Beteiligungsangebot

Ab EUR 10.000 + 5 % Agio können Investoren Treugeber-Gesellschafter des IPP Institutional Property Partners Fund I GmbH & Co. KG mit dem Ziel werden, zusammen mit finanzstarken institutionellen Investoren in international aktive Immobilien- und Private-Equity-Real Estate Zielfonds zu investieren und das eingesetzte Kapital in ca. 8 Jahren mindestens zu verdoppeln. Dazu wird in der Regel ein Treuhandvertrag mit der Treuhandkommanditistin O & R Treuhand GmbH geschlossen (nicht von der Deutschen Finance-Gruppe abhängig). Die direkte Kommanditistenstellung - rechtlich möglich - "ist grundsätzlich nicht vorgesehen". In 5-7 institutionelle Zielfonds werden voraus-

# CHECK - ANALYSE

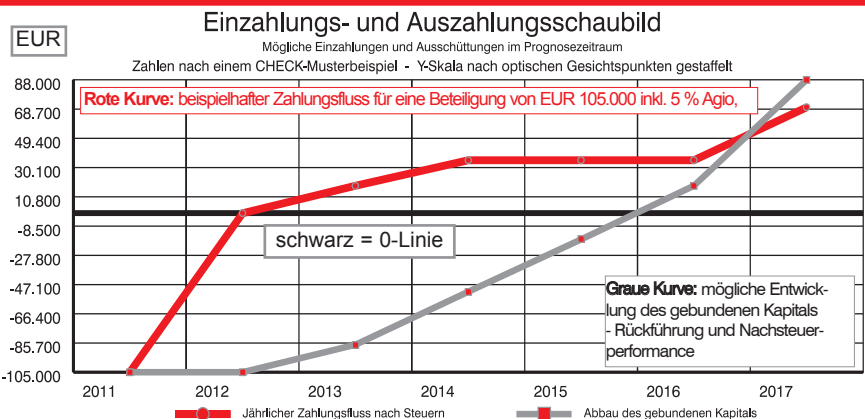
sichtlich ca. 50-70 Investments in den Segmenten Immobilien und Private Equity-Real Estate vorgenommen, verteilt auf Europa (10-30 %), USA/Kanada (10-30%), Asien/Pazifik (20-50%), Lateinamerika (20-40 %). Laufzeit bis ca. 2018 +1 Jahr Verlängerungsoption. Eine außerordentliche Kündigung ist zulässig und wird - bei Vorliegen einer Notlage - behandelt wie eine ordentliche Kündigung.

## IPP-Zielmärkte

Die IPP-Dachfondsserie kommt zu einem günstigen Zeitpunkt: Schwellenländer investieren mit hohem Expansionstempo in die Wohnimmobilienurbanisierung. Räumliche Begrenzung und Baukapazitäten schaffen Nachfrageüberhänge. Die Preise ziehen bis zu zweistelligen Prozentsätzen an. Die etablierten Industriestaaten müssen sich an die dynamischen Konsumstandards einer wachsenden, zahlungskräftigen Mittelschicht anpassen. Hohe Substanzquoten (günstig eingekaufte Objekte mit relativ hohen laufenden Cash Flows) verschaffen den IPP-Anlegern hohes Wertsteigerungspotenzial. Opportunity/Value Added Projekte erfordern extrem lokalisierendes Immobilien-Know-how, weisen deutlich niedrigere Risiken als Core-Deals auf, die in der Regel extrem gehebelt werden müssen, um rentabel zu sein. Bei Opportunity-Deals reichen die laufenden Miet-Cash-Flows dank niedrig gehobelter Einstiegspreise meist aus, um kostendeckend zu sein. Erst recht werfen die meisten, lange vor Fertigstellung verkauften Development-Objekte (die Preissteigerung macht einen schnellen Kauf attraktiv), hohe Exitrenditen ab (dem Mietnachfrageüberhang sei dank): Dabei werden sowohl höhere Exitfaktoren (bessere Mieterstruktur, höhere Objektqualität) als auch verbesserte Vermietungsquoten (meist Vollvermietung) erreicht. Genau in diesem Investmentumfeld hat die Deutsche Finance Group ihre Expertise und ihre Netzwerke zu institutionellen Zielfondsmanagern.

## Investition, Finanzierung

Das geplante Emissionskapital von EUR 25 Mio. (exkl. Agio) soll plangemäß zu 100 % durch EK aufgebracht werden (Erweiterung auf EUR 50 Mio. möglich). Eine Fremdfinanzierung erfolgt risikoadäquat in der Regel auf Zielfondsebene. Der IPP I Fund nimmt grundsätzlich kein FK auf. Kalkuliert wird, dass in 4-5 institutionellen Zielfonds zwischen EUR 3,5 bzw. 5 Mio. investiert werden. Ab 2014 wird mit ei-



nem positiven Cash Flow gerechnet. Der Fonds hat dann plangemäß keine negativen Einkünfte mehr. Die zufließende Liquidität übersteigt die Kosten, die laufend durchschnittlich 1,74 % p.a. betragen. Üblicherweise ist mit ca. 10-15 Kapitalabrufen auf Ebene der Zielfonds zu rechnen, so dass pro Jahr ca. 5 Kapitalabrufe erfolgen. 86,19 % (inkl. 1 % Liquiditätsreserve) des Fondskapitals sollen für den Ankauf der Zielfonds verwendet werden. Bis Ende 2012 wird mit einem Zufluss von EUR 25 Mio. gerechnet, so dass ein zügiger Abruf und produktive Kapitalbindung erfolgen kann.

## Ergebnisverteilung

Sowie die Anleger nach der Liquidationsphase ihr eingesetztes Kapital plus 8 % Rendite p. a. erhalten haben, wird mit der Geschäftsführung geteilt. Von der "Überrendite" erhält das Management 15 % und die Anleger 85 %. Eine faire Regelung, die das Management hinreichend anspricht, das Kapital zügig zurück zu führen und nachhaltig zu vermehren.

**CHECK-Risikowertung: 1,2 (BP)**

## Kapitalbindungsbonus

Durch die schnellere Rückführung des Kapitals ergibt sich eine risikoreduzierte Kapitalrückführungsperspektive durch die wesentlich verkürzte Laufzeit. **CHECK-Kapitalbindungsbonus: 1,25 (BP)**

## Zur Renditekalkulation

Im Rahmen einer idealtypisch konstruierten Nachsteuerrenditeberechnung ist CHECK von folgenden Prämissen ausgegangen: Dank beispielhafter Einsichtnahme in konkrete Projektkalkulationen von möglichen Zielfonds

### Kontakt zu dem Anbieter:

DCC Deutsche Corporate Consult GmbH  
Ridlerstraße 33, 80339 München,  
Tel: +49/(0)89 - 6495630,  
www.deutsche-finance-group.de

und deren bereits getätigten Investments und ausreichend aussagefähigen Cash Flows kann für den IPP Fund I von einer kürzeren Laufzeit ausgegangen werden als geplant. Daher rechnet CHECK mit einer verkürzten Laufzeit und schnelleren Rückflüssen an den IPP Fund I. Bei einem Projektmultiple von 2,5fach in 5 Jahren (dies geht im Base-Case aus dem Beispielprojekt eines Zielfonds hervor) ergibt sich - verteilt auf ca. 6 Jahre - ein möglicher Ausschüttungsverlauf gemäß CHECK-CHART. Als persönlicher Steueransatz haben wir pauschal 25 % zum Liquidationszeitpunkt auf den die Einlage überschießenden Betrag angenommen. Daraus errechnet sich, bezogen auf die gesamte Laufzeit von ca. 7 Jahren, eine Netto-IRR-Rendite nach Steuern von ca. 12,5 % p. a. Als Kapitalbindungszeitraum wurden die Jahre 2011-2017 zugrunde gelegt (Basis der CHECK-Renditewertung): CHECK-CHART zeigt exemplarisch einen idealtypischen Anleger-Kapitalbindungsverlauf

**CHECK-Renditewertung: 1,75 (BP)**

### WICHTIGER HINWEIS ZUR VERWENDUNG DER IRR ALS CHECK-RENTABILITÄTSMABSTAB:

Da der interne Zinsfuß gleiche Zahlungsströme zu verschiedenen Zeitpunkten unterschiedlich gewichtet, sind Kapitalanlagen mit jeweils verschiedenen Ein- und Auszahlungszeitpunkten grundsätzlich nicht miteinander vergleichbar. Ausführliche Besprechung von Nutzen und Grenzen der IRR, siehe: [www.check-analyse.de/CHECK-IRR](http://www.check-analyse.de/CHECK-IRR).

## Resümee

Der IPP Fund I ist ein attraktives Beteiligungsangebot mit überschaubar kurzem Kapitalbindungszeitraum. Die überdurchschnittlichen Anfangsergebnisse der Vorgängerfonds lassen einen ertragreichen Investitionsverlauf erwarten. Belegt durch die bisher ausnahmslos erfolgreiche Zielfonds Auswahl durch die Deutsche Finance Group wurde die Investitionsstrategie für den IPP Fund I bereits eindrucksvoll bestätigt.

**CHECK-Gesamtwertung: 1,4 (BP)**