Philip Nerb
Werteanalysen geschlossener Fonds

Elbfonds
Direkt Invest Polen 3

Elbfonds hat sich als Spezialanbieter für Projektentwicklungen in Polen etabliert. Ein Anleger auf der Suche nach einem kurzfristigen Engagement kann sich beim vorliegenden Fonds in ein gemachtes Bett legen: Das Konzept ist erprobt, die geplanten Zielinvestments sind bereits identifiziert und in Verhandlung.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst

Der Initiator

Die Elbfonds GmbH, Hamburg, wurde 2006 gegründet, der vorliegende Fonds ist das dritte Angebot einer etablierten Fondsreihe. Eine geprüfte Leistungsbilanz nach VGF-Vorgaben liegt noch nicht vor.

Trotz des schwierigen Marktumfeldes im Rahmen der Finanzkrise hat Elbfonds Ende 2009/Anfang 2010 rund €18,4 Mio. eingesammelt, eine vergleichsweise hohe Investitionssumme. Offensichtlich ist damit die Marktakzeptanz des Spezialkonzepts erreicht. Neben den nunmehr etablierten kurzlaufenden Projektentwicklungen wird Elbfonds als zweites Standbein auch Handelsimmobilienfonds mit Bestandsobjekten in Polen anbieten. Damit entwickelt Elbfonds die bisherige Leistung logisch fort.

Auf Fragen im Rahmen der Analysen reagierte der Initiator bisher immer umgehend und sehr transparent.

Schwächen | Noch keine Initiatorleistungsbilanz möglich.

Stärken | Das Fondskonzept funktioniert nachweislich. Die ersten beiden Fonds übertreffen die qualitativen Investitionsvorgaben.

Der Prospekt

Mit 116 Seiten fällt der Prospekt nur wenig umfangreicher aus als beim Vorgängerfonds. Der Text ist wie bisher auch gelungen, ebenso die optische Aufmachung.

Der Standort

Polen ist als Investitionsstandort hochinteressant. Seit Jahren erlebt es einen deutlichen Wirtschaftsaufschwung und gilt als am stärksten wachsende Volkswirtschaft Europas. Polen stellt eines der Tore zum Osten dar. Die infrastrukturellen Förderungen im Rahmen der EU-Erweiterungen (Mai 2004) haben den Standort in den letzten Jahren deutlich aufgewertet. Durch die damit einhergehende Aufbruchstimmung sind private Investitionen ebenfalls spürbar angestiegen. Dieses gesteigerte Konsum- und Investitionsverhalten sichert dem Fonds ein sehr gutes Marktumfeld. Für den Fonds sind in erster Linie über 300 Städte mit jeweils mehr als 10.000 Einwohnern interessant, in denen ein hohes Maß an Liquidität vorhanden ist. Seit Anfang 2010 gibt es von der polnischen Regierung einen Masterplan, der den Gemeinden die Freigabe von Bauflächen für Handelsimmobilien erleichtert. War bisher eine Verkaufsfläche über 800 m² in jedem Fall genehmigungspflichtig, wurde jetzt ein Grenzwert von 2.000 m² eingeführt:

Der Fonds wird sich als Projektentwickler von Handelsimmobilien in Polen betätigen

Unter dieser Grenze ist eine Genehmigung nicht mehr vonnöten. Gibt eine Gemeinde eine grundsätzliche Freigabe zum Bau von Verkaufsflächen über dieser Grenze, muß für das Einzelprojekt keine extra Genehmigung mehr eingeholt werden. Für Projektentwickler bedeutet dieser Masterplan eine spürbare Arbeitserleichterung.

In den 300 Zielstädten ist vor allem eine beträchtliche Nachfrage nach modernen Einkaufsmöglichkeiten spürbar. Der Privatkonsum ist von einem großen Nachholbedarf geprägt – bei gleichzeitig immer höherem Einkommen der Konsumenten.

Der ausgeprägte Bedarf von Konsumentenseite trifft auf aktuell niedrige Grundstückspreise. Die Wirtschaftskrise ist auch an Polen nicht spurlos vorbeigegangen. Zahlreiche Investoren und Entwickler aus dem Ausland, die in den letzten Jahren Investitionen in erheblichem Umfang getätigt haben, halten sich derzeit sehr zurück. Dazu kommt die Zurückhaltung einiger Banken, Finanzierungszusagen einzuhalten. Für Projektentwickler mit gefüllten Kassen ergeben sich damit sehr gute Investitionschancen.

Wie bei jeder Art von Projektentwicklung sind fundierte immobilienspezifische, geographische und landespezifische Kenntnisse notwendig. Dafür ist in der Regel ein lokaler Partner wünschenswert, der seit Jahren etabliert ist, einen umfangreichen Leistungsnachweis liefern kann und zudem mit dem Geldgeber am Projekterfolg partizipiert.

Stärken | Exzellentes Marktumfeld mit sehr gutem Chancen-Risiko-Potential. Etablierter Fachpartner vor Ort ist vorhanden.

Polen ist als Investitionsstandort hochinteressant: Grundsteinlegung bei einem Projekt.

Die Auswahlparameter / Die Partner

Der Fonds wird sich als Projektentwickler von Handelsimmobilien in Polen betätigen. Dabei liegt die Aufgabe des Fonds primär in der Finanzierung von Projekten, die mit Hilfe von etablierten Partnern vor Ort entwickelt und umgesetzt werden. Die zu errichtenden Handelsimmobilien sollen bei Kauf in der Regel bereits an den Endnutzer verkauft sein. Dabei handelt es sich meist um internationale Einzelhandelskonzerne, die das fertiggestellte Objekt schlüsselfertig übernehmen und damit für sich selbst Projektentwicklungsrisiken ausschließen. Dieses vom Initiator sog. Verkauf-vor-Ankauf-Prinzip ist einzigartig für einen Publikumsfonds. Es wurde bereits bei den Vorgängerfonds umgesetzt und hat sich exzellent bewährt.

Ist ein Objekt vor Ankauf bereits weiterveräußert, fallen für den Anleger einige Hauptrisiken aus einer Projektentwicklung weg. Die Projektentwicklungen sollen innerhalb 12 bis 18 Monaten veräußert und re-investiert werden.

Insgesamt sind für den Fonds 7 Projektentwicklungen geplant, in der Folge weitere 7 Re-Investitionen während der Laufzeit. Die erwartete Objektrendite soll dabei durchschnittlich 22,08 % p. a. betragen. Für eine Projektentwicklung ist diese Rendite vergleichsweise niedrig, werden hier doch in der Regel – unabhängig vom Zielland – Renditen deutlich über 25 % p. a. erwirtschaftet.

Externe Gutachten sind für die Projekte vorgesehen, sobald eine Baugenehmigung beantragt werden soll. Die Vorauswahl möglicher Projekte erfolgt augenscheinlich durch eine Tochtergesellschaft des Initiators. Tatsächlich aber steht hinter dem Unternehmen ein Netzwerk aus Fachpartnern mit bis zu 15 Jahren Erfahrung im Markt. Unter dem Strich erhält die Initiatortochter Elbfonds Estate GmbH den Hauptteil der Projektkosten, die sie zu einem großen Teil an die Fachpartner weitergibt. Die externen Partner vor Ort werden in die Projektumsetzung eingebunden. Sie sollen zu 50 % auf Projektebene am Erfolg partizipieren, wobei für die Fondsgesellschaft eine vorrangige Gewinnentnahme von 10 % abgezogen wird. Der Initiator ist parallel zum externen Partner am Erfolg beteiligt. Mittelfristig wird die Vergütung der externen Partner sinken, da laut Initiator weite Teile der Projektentwicklungen künftig im Haus durch eine Tochtergesellschaft übernommen werden sollen.

Aktuell ist der wichtigste externe Partner die ST Bau Holding GmbH. Sie ist seit 1978 aktiv, seit 1984 ist sie auf die Projektentwicklung von Handelsimmobilien spezialisiert. Bis Anfang 2010 wurden über 200 Immobilienprojekte entwickelt. ST Bau ist neben Deutschland auch in Osteuropa tätig, so auch seit 1996 über die Tochter ST Projekt Sp. z o. o. in Polen. Diese Tochter hat bis Anfang 2010 15 Immobilienprojekte in Polen realisiert (Volumen rund € 49,8 Mio.).

Tatsächlich agiert die ST Bau seit über 25 Jahren im Nischenmarkt Handelsimmobilien. Da stets ausschließlich eigene Gelder investiert wurden, war eine Öffentlichkeitsarbeit bisher nicht notwendig. Durch ein Großprojekt mit hohem Eigenkapitalbedarf auf Seiten der ST Bau ergab sich für den Initiator die Chance, gegenüber ST Bau erstmalig die Rolle eines externen Partners einzunehmen. Grundsätzlich aber wird der Fonds nicht ausschließlich auf einen einzigen Partner abstellen. Über das vorhandene Netzwerk können bei Bedarf andere Projektanten in den Fonds eingebunden werden. Da durch die intensive Fondstätigkeit der letzten 4 Jahre ein sehr engmaschiges Netzwerk entstanden ist, liegen dem Initiator inzwischen deutlich mehr interessante Projekte vor, als in der aktuellen Partnerkonstellation abgearbeitet werden können.

Stärken | Die ausschließliche Konzentration auf Handelsimmobilien sorgt für ein exzellentes Investitionsumfeld.

Bisher Erreichtes

Fonds 1 geriet durch das Einbinden von augenscheinlich erfahrenen Partnern, welche die erwartete Leistung nicht erbrachten, ins Stolpern. Der Fonds wurde vorzeitig geschlossen und neu ausgerichtet ausschließlich auf Handelsimmobilien, zudem wurden neue Partner eingebunden.

Heute ist der Fonds voll investiert in zwei Einzelhandelsimmobilien in Olawa und Jaworzno. Grundsteinlegung beim Projekt Olawa Tesco-Handelsmarkt war Anfang April 2010, die geplante Fertigstellung und Übergabe an TESCO soll im August 2010 stattfinden. Damit würde die geplante Projektlaufzeit (36 Monate) deutlich unterschritten. Bei Fertigstellung im August wird sie 24 Monaten betragen. Die kalkulierte Projektrendite von 18,96 % wird aufgrund der aktuell vorliegenden Zahlen bei 25,14 % liegen und damit deutlich über den prospektierten Werten. Die Anleger von Fonds 1 sollen auf der voraussichtlich im September stattfindenden Gesellschaftsversammlung über eine mögliche Ausschüttung in Höhe von ca. 20 % entscheiden.

Beim Projekt Jaworzno wird laut Initiator mit anderen Handelsketten verhandelt, da eine größere Bebauung (wie sie Kaufland wünscht) durch die dafür nötigen Genehmigungen die geplante Projektzeit sprengen würde.

Die geplante Projektlaufzeit von 36 Monaten kann hier, nach aktueller Schätzung, eingehalten werden. Die vorliegenden Kalkulationen der möglichen Umsetzung als Fachmarktzentrum liegen ebenfalls über den prospektierten Werten.

Fonds 2 soll im Juni / Juli ebenfalls vollständig investiert sein. Bisher wurden folgende Projekte erworben: Swiebodzice (Tesco-Handelsmarkt), Baugenehmigung wird im Juni erwartet, Fertigstellung im November 2010, prospektierte Projektlaufzeit 18 Monate, effektive Projektlaufzeit bei Übergabe an Tesco im November 2010 11 Monate. Die Projektrendite liegt aufgrund der vorliegenden Kalkulation bei rund 28 %, kalkuliert waren 20,71 %. Also wurden auch hier die Prospektwerte deutlich übertroffen. Für den Fonds positiv ist die Tatsache, daß Tesco nach Baufortschritt zahlt, damit ist keine Fremdfinanzierung notwendig.

In Lubin entsteht ein Fachmarktzentrum. Die Baugenehmigung liegt vor, hier wird kurzfristig mit dem Bau begonnen. Die Eröffnung ist ebenfalls im November geplant. Käufer ist hier ein institutioneller Investor. Auch hier wird die prospektierte Projektlaufzeit von 18 Monaten – bei ebenfalls rund 11 Monaten Realisierungszeit – deutlich unterschritten. Die kalkulierte Projektrendite liegt bei einem Verkauf für die 11fache Jahresmiete bei 27,34 % statt der prospektierten 20,71 %.

Ein weiteres Objekt, das per LOI gesichert ist, ist Wolomin. Hier soll auf ca. 60.000 m² ein Fachmarktzentrum entstehen. Dieses Objekt ist in 2 Abschnitten zu verstehen. Schritt 1 ist der Kauf des Grundstücks und das Einholen der Baugenehmigung. Investoren dieser Flächen sind dann Intermarché, Brikomarché, Stop Shop und Mc Donalds. Aus dem Grundstücksverkauf resultiert allein ein Überschuß von ca. € 1 Mio. Die Investitionssumme für das Grundstück beträgt etwa € 4,5 Mio. Danach wird der Bau realisiert, Kaufpreise für die Investoren, die nach Baufortschritt zahlen sollen, liegen bei 2.600 PLN/m². Der Verkaufspreis pro qm liegt über den Herstellungskosten, auch hieran partizipiert der Fonds.

Aktuell finden die Endverhandlungen statt für ein weiteres Fachmarktzentrum in Lodz, einen Baumarkt in der Nähe von Danzig, einen Intermarché und einen Brikomarché in der Nähe von Warschau; 3 Aldi-Märkte sind in der aktuellen Sicherung bzw. Prüfung. Überwiegend werden die Märkte dieses Jahr fertig gestellt, bzw. für den Fonds werden positive Rückflüsse erfolgen.

Stärken | Sämtliche Einzelprojekte übertreffen die Investitionsvorgaben. Durch die breite Abnehmerstruktur entsteht eine sehr gute Risikodiversifikation.

Ausblick

Nach aktuellem Sachstand werden Fonds 1 und 2 unter dem Strich für den Anleger sehr positive Ergebnisse erwirtschaften: Neben deutlich unter dem Plan liegenden Projektlaufzeiten werden die vorgegebenen Renditen auf Projektebene bei jedem Einzelinvestment teils deutlich übertroffen.

Für Fonds 3 stehen derzeit (Mai 2010) 4 Projekte in der Warteschleife. Wie bei den bisherigen Projekten soll die Mieterstruktur mehrschichtig sein, die Verkaufsflächen variieren zwischen 3.100 m² und 7.700 m².

Das Konzept

Der Fonds wird nach bewährtem Konzept Handelsimmobilien in Polen projektieren und umsetzen. Dabei wird ein hochkarätiges Netzwerk genutzt, das über mehrere Jahre aufgebaut wurde. Die Umsetzung der Projekte erfolgt noch über den bisherigen externen Partner. Das mögliche Fertigstellungsrisiko aus den geplanten Projektentwicklungen ist eher theoretischer Natur,

Für den Fonds sind in erster Linie Städte interessant, in denen ein hohes Maß an Liquidität vorhanden ist.

da bis dato jede einzelne Projektierung die zeitlichen und qualitativen Vorgaben übertroffen hat. Das Blind-Pool-Risiko ist stark eingeschränkt, da der Initiator eine umfangreiche Liste möglicher Zielinvestments vorliegen hat. Bei einer geplanten Laufzeit von 4 Jahren soll der Anleger eine Rendite von 11,26 % p.a. (IRR incl. Agio) erhalten. Die Weichkosten (exkl. Fremdkosten wie steuerliche Berater u.ä.) fallen mit anfänglich 17,85 % (incl. Agio) für ein derartiges Konzept durchschnittlich aus, gleichzeitig liegen sie etwas niedriger als beim Vorgängerfonds. Hier ließe sich in meinen Augen der einzige Kritikpunkt am vorliegenden Fonds finden. Andererseits muß überdurchschnittliche Leistung auch entsprechend entlohnt werden. Auch auf Objektebene fallen die Kosten mehrheitlich für externe Dienstleister (Makler u.ä.) an. Künftig soll die Kostenquote durch eigene Tochtergesellschaften gesenkt werden. Der Initiator ist in zwei Stufen ab einer Gewinnschwelle von 8 % p.a. bzw. 12 % p.a. nachrangig am Mehrgewinn (zu 30 % und 40 %) aus den Objekten beteiligt. Gleichzeitig partizipiert auch der Vertrieb über eine Bestandspflegeprovision am Fondserfolg. Der Fonds soll zu rund 77 % fremdfinanziert werden, was für diese Art Anlage üblich ist. Die Renditeannahmen sind vor dem sehr attraktiven Marktumfeld möglich und durch die ersten beiden Fonds auch belegbar.

Die kurze geplante Laufzeit und die erwiesene Konzeptqualität machen das Angebot hochinteressant. Elbfonds kann auf ein sehr gut funktionierendes Netzwerk zugreifen, das für den Fondserfolg sorgen soll.

Der externe Partner ist aus den beiden Vorgängerfonds bekannt. Er ist für die technische Umsetzung der Projektentwicklungen zuständig. Er soll mit bis zu 50 % selbst an der jeweiligen Projektgesellschaft beteiligt sein und sich damit ebenfalls voll auf ein Projektrisiko einlassen. Über den Prospekt hinaus verschafft die sehr transparente Kommunikation des Initiators eine lückenlose Entscheidungsbasis für den interessierten Anleger.

Stärken | Sehr attraktives Marktumfeld. Sehr kurze geplante Laufzeit. Sehr gut funktionierendes Konzept und Netzwerk. Hohes Mehrertragspotential. Durch Verkauf-vor-Ankauf-Prinzip sehr hohe Planerfüllungssicherheit. Fondskonzept ist erprobt und funktioniert über die Prognosen gut.

Summa summarum

*halte ich das Angebot „Direkt Invest Polen 3“ des Initiators Elbfonds, Hamburg, für ausgezeichnet. Das Fondskonzept ist erprobt und baut auf einem etablierten und weitreichenden Netzwerk auf. Elbfonds hat ganz offensichtlich die Entwicklung vom Neuling in einem Nischenmarkt zu einem etablierten Marktteilnehmer geschafft. Meiner Meinung nach verdient der Fonds eine Bewertung mit „**ausgezeichnet**“ (1).* ■

Zahlen und Fakten

Angebotsstruktur	Direktinvestition in Projektentwicklungen von Handelsimmobilien in Polen
Einkunftsart	Einkünfte nach DBA in Deutschland steuerfrei, unterliegen Progressionsvorbehalt
Mindestzeichnungssumme	€ 10.000 zzgl. 5 % Agio
Geplante Laufzeit	rund 3 Jahre und 9 Monate, erstmalige Kündigung durch Anleger zum 31. 12. 2014 möglich
Plazierungsende	bei Erreichen des Emissionskapitals (€ 34,2 Mio.)
Gesamtinvestition	€ 75.541.736
Mindestkapital	€ 1 Mio.
Kommanditkapital	€ 17,1 Mio., max. € 34,2 Mio., jeweils zzgl. 5 % Agio
Geplante Ausschüttungen	2011 15 % p.a., 2012 25 % p.a., Schlußausschüttung 98,91 % (2013), kumuliert 138,91 %
Fremdkapital	€ 57.586.736 (76,23 % des GK), tilgungsfrei und endfällig
Kostensteigerungsrate	1,5 % (ab 2011)
Weichkosten	17,85 % bez. auf EK exkl. Fremdkosten, 4,6 % bez. auf GK, jeweils inkl. Agio
Investitionsquote	94,61 % brutto bez. auf GK incl. Agio
Investitionsquote auf Fondsebene	79,3 % incl. Agio
Liquiditätsreserve	€ 231.255
Treuhandkommanditist	Fremdunternehmen
Mittelverwendungskontrolle	extern, durch 2 Banken sowohl in Deutschland als auch in Polen
Projektauswahl	Elbfonds Estate GmbH, Hamburg
Projektentwickler und Co-Investor	ST Bau Holding GmbH, Weißenhorn, D; ST Projekt Sp. z o. o., Wroclaw, Polen
Alleinstellungsmerkmale	Re-Investition der Verkaufserlöse nach 15 Monaten. Bei Beginn der Projektumsetzung muß der Käufer für die jeweilige Immobilie feststehen und einen verbindlichen Kaufvertrag unterzeichnet haben. Anbieter ist im Zielmarkt als erfahrener Marktteilnehmer etabliert.