Elbfonds Invest Direkt Invest Polen 5

Die Elbfonds-Gruppe hat ihre Projektentwicklungsreihe weiter perfektioniert. Seit Mitte 2010 ist Elbfonds mit einer eigenen Projektierungstochter vor Ort, das zeigt sich in jeder Facette des Angebots.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst, Mitglied bei Mensa in Deutschland e. V.

Der Initiator

Die Elbfonds-Gruppe, Hamburg, geht auf das 2006 zurück und ist Marktführerin bei Immobilienfonds mit dem Zielfokus Polen. Ende 2010 wurde die ursprüngliche Elbfonds GmbH in eine Unternehmensgruppe umgewandelt. Dieser logische Schritt wurde dem starken Wachstum trotz der Wirtschaftskrise geschuldet. Zudem hat sich Elbfonds in den letzten 4 Jahren eine hohe Eigenexpertise in den einzelnen Projektbereichen erarbeitet, die in parallele Einheiten zu gliedern waren. Als Folge bietet Elbfonds seit Anfang 2011 zwei aufeinander aufbauende Fondsreihen an: Die etablierte Projektentwicklungsreihe (Emittentin ist hier die Elbfonds Invest GmbH), zu der der vorliegende Fonds als viertes Angebot zählt, sowie die lang laufende Bestandsimmobilienreihe (Emittentin ist hier die Elbfonds Capital GmbH). Diese übernimmt u. a. die fertiggestellten Objekte zu marktüblichen Konditionen und erzielt Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung.

Bei Prospektlegung beschäftigt die Elbfonds-Gruppe in Deutschland 12 Mitarbeiter (incl. Geschäftsführung) und über die Tochterunternehmen in Polen 9 Mitarbeiter. 4 Mitarbeiter sind ausgebildet in bautechnisch relevanten Bereichen als Architekt, Bauingenieur, Bauinspektor und in der juristischen Projektsteuerung.

Die beiden Geschäftsführer, Stephan Groht und Kurt-Georg Herzog, sind beide nachweislich sehr erfahren in der Konzeption von Beteiligungsangeboten und der Leitung von international agierenden Unternehmen. Stephan Groht ist der verantwortliche Visionär hinter der Erfolgsgeschichte von Elbfonds. Elbfonds hat im Jahr 2010 €25 Mio. Eigenkapital plaziert, 2011 sollen €50 Mio. plaziert werden.

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

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

Der Standort

Die polnische Bevölkerung hat viel nachzuholen – in Polen existiert noch immer keine mit Deutschland vergleichbare Infrastruktur bei Handelsimmobilien. Landesweit lassen sich in Polen exemplarisch die üblichen Entwicklungsstufen im Anbietermarkt quasi im Zeitraffer beobachten. Durch den Anschluß an die EU und den damit geöffneten Binnenmarkt (2004) wurde speziell im Shopping-Center-Bereich sehr viel investiert. Dieses Marktsegment gilt heute als saturiert und steht vor einer Konsolidierung[1]. Anders der Markt der kleinteiligen Handelsimmobilien. Polen hat einen großen Nachholbedarf an einer flächendeckenden Nahversorgung im filialisierten Einzelhandelssektor.

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: Unter dieser Grenze ist eine Genehmigung nicht mehr vonnöten. Gibt eine Gemeinde eine grundsätzliche Frei-

Polen hat einen großen Nachholbedarf an einer flächendeckenden Nahversorgung im filialisierten Einzelhandelssektor.

Die zu errichtenden Handelsimmobilien sollen bei Kauf in der Regel bereits an den Endnutzer verkauft sein.

gabe 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.

Die Wirtschaftskrise ist auch an Polen nicht spurlos vorbeigegangen. Zahlreiche Investoren und Entwickler aus dem Ausland, die in den letzten Jahren Investitionen in großem Umfang getätigt haben, halten sich derzeit sehr zurück[2]. Dazu kommt die Zurückhaltung einiger Banken, Finanzierungszusagen einzuhalten. Für Projektentwickler mit gefüllten Kassen ergeben sich damit sehr gute Investitionschancen. Dies läßt sich auch daran sehen, daß Elbfonds nach eigener Aussage Projekte von anderen Entwicklern angeboten erhält.

Wie bei jeder Art von Projektentwicklung sind fundierte immobilienspezifische, geographische und landesspezifische Kenntnisse notwendig. Diese hat sich Elbfonds in den letzten Jahren erarbeitet bzw. durch das Einstellen von sehr erfahrenen Mitarbeitern in die polnischen Tochtergesellschaften gesichert.

Stärken: | Exzellentes Marktumfeld mit sehr gutem Chancen-Risiko-Potential.

Die Auswahlparameter / Die Partner

Der Fonds wird sich als Projektentwickler von Einzelhandelsimmobilien in Polen betätigen. Dabei werden die einzelnen Objekte in eigene Projektgesellschaften gepackt, um im Falle eines Mißlingens eine negative Infizierung des Gesamtportefeuilles zu verhindern.

Die zu errichtenden Handelsimmobilien sollen bei Kauf in der Regel bereits an den Endnutzer verkauft sein (sog. „Verkauf-vor-Ankauf-Prinzip“). Dabei handelt es sich meist um internationale Einzelhandelskonzerne, die das fertiggestellte Objekt schlüsselfertig übernehmen und damit für sich selbst Projektentwicklungsrisiken ausschließen.

Ist ein Objekt vor Ankauf bereits weiterveräußert, fallen für den Anleger einige Hauptrisiken aus einer Projektentwicklung weg. Da Elbfonds bei einem Verkauf mit dem 11fachen einer Jahresnettomiete kalkuliert, ist die Nachfrage gesichert. Aktuell wird im Markt üblicherweise mit dem Faktor 12 kalkuliert, so daß sich für den Fonds ein deutlicher Sicherheitspuffer ergibt. Die Projektentwicklungen sollen innerhalb 15 bis 24 Monaten veräußert und re-investiert werden. Das Zielportefeuille aus 9 Projektentwicklungen wird in den Prognosen gestaffelt veräußert. In der Folge werden über die Fondslaufzeit weitere 8 Re-Investitionen veranschlagt. Hier sehe ich ein deutliches Mehrertragspotential, da die tatsächliche Laufzeit der bisherigen Projekte bei rund 15 Monaten lag. Die erwartete Objektrendite soll dabei durchschnittlich 22,11 % p.a. betragen. Die tatsächliche Rendite über die bisher entwickelten bzw. noch im Bau befindlichen Projekte lag mit durchschnittlich 36,52 % p.a. deutlich über diesen Prognosen.

Grundsätzlich kann Elbfonds durch die eigene Tochter im Gegensatz zu den bisherigen Fonds Kostenvorteile generieren und an die Fondsgesellschaften weitergeben. Zumindest entsteht durch die Konzernstruktur aus Anlegersicht ein deutlicher Risikopuffer aus den polnischen Entwicklungsgesellschaften: Im Zweifelsfall würde hier der Gewinn beschnitten, um die Fondsziele zu erreichen. Ein Vorgehen, das von einem externen Projektpartner nicht erwartet werden könnte.

Externe Gutachten sind für die Projekte vorgesehen, sobald eine Baugenehmigung beantragt werden soll. Die Voraus-

Der Fonds wird sich als Projektentwickler von Einzelhandelsimmobilien in Polen betätigen.

wahl möglicher Projekte erfolgt durch die polnische Elbfonds-Tochter.

Elbfonds ist im polnischen Markt durch 1 bisher realisiertes, 12 in Umsetzung befindliche und 8 geprüfte Projekte inzwischen derart etabliert, daß sich auch sehr bekannte Unternehmen für eine Kooperation interessieren. So stehen auch große institutionelle Investoren für den möglichen Ankauf bereit.

Das Netzwerk hinter Elbfonds ist über die Jahre ebenfalls gereift, so daß nun für sämtliche Aspekte einer Projektentwicklung namhafte Partner zur Verfügung stehen bzw. im Markt etablierte Fachkräfte in die Tochtergesellschaften integriert werden konnten.

In jedem Fall hat eine Investition durch den Fonds stets als Mehrheitsinvestition zu erfolgen. Damit bleibt die Entscheidungsbefugnis für jedes Projekt bei der Fondsgesellschaft.

Da dank der intensiven 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. Als logischen Schritt entwickelt Elbfonds auf Wunsch auch Portefeuilles aus fertiggestellten Einzelhandelsimmobilien für institutionelle Investoren vor allem aus dem angelsächsischen Raum. Unter dem Strich ergeben sich damit mehrere, einander ergänzende Vehikel für die Projekte der Elbfonds-Gruppe. Die Anleger der Projektentwicklungsfonds werden damit in der bequemen Lage sein, sich im Zweifelsfall für die höchsten Kaufangebote entscheiden zu müssen.

Stärken: | Die Präsenz vor Ort wird kontinuierlich ausgebaut, infolge der Erfahrungen aus den bisherigen Fonds wird der Arbeitsprozeß permanent perfektioniert.

Bisherige Leistung

Verfolgt man die Entwicklung der Fonds 1 bis 3, so läßt sich die Lernkurve in der Konzeption deutlich erkennen. Fonds 1 ist in 2 Objekte investiert, Fonds 2 in 7 Objekte und Fonds 3 in 4 Immobilien. Für Fonds 5 wurden bereits für 3 Projekte Vorverträge geschlossen.

In Fonds 1 war ein Exklusivpartner als Projektentwickler eingebunden, der nach Nichterfüllen der Vorgaben ausgetauscht werden mußte. Damit verlängerte sich die Investitionsphase, der Fonds ist seit Mitte 2008 voll investiert.

Bei Fonds 2 wurde ein mittelständischer Projektentwickler eingebunden, der bei jedem Projekt hälftig investiert sein mußte. Hier wurde keine exklusive Bindung mehr eingegangen. Der Partner konnte den absehbar steigenden Projektbedarf von Elbfonds nicht befriedigen, daher liegt seit Fonds 3 die Projektsteuerung in Händen einer Elbfonds-Tochter. Als externer Partner steht eine ganze Gruppe auch international etablierter Bauunternehmer bereit.

Für Fonds 5 steht nun ein professionell aufgestelltes Firmensystem zur Verfügung, das sämtliche Aspekte einer Projektentwicklung erprobt hat und abdecken kann. Elbfonds hat verschiedene Feuerproben bestanden, die bisherige Entwicklung im Unternehmen und den Fonds war stringent positiv.

Von Fonds zu Fonds wurden die Planvorgaben steigend überboten: Fonds 1 lag beim abgewickelten Projekt bei 24 Monaten tatsächlicher Projektlaufzeit (Soll: 36 Monate) um rund 30 % im Plus. Die kalkulierte Projektrendite von 18,89 % wird aufgrund der aktuell vorliegenden Zahlen bei 34,55 % liegen.

Fonds 2 weist bisher eine durchschnittliche Projektlaufzeit von 10 bis 15 Monaten auf, dies liegt deutlich unter den Prognosen (Soll: 18 Monate). Die Projektrendite liegt aufgrund der vorliegenden Kalkulation bei rund 34,47 %, kalkuliert waren 20,71 %..

Stärken: | Sämtliche Einzelprojekte übertreffen die Investitionsvorgaben. Dank der breiten Abnehmerstruktur entsteht eine sehr gute Risikodiversifikation.

Das Konzept

Der Fonds wird Einzelhandelsimmobilien in Polen projektieren und umsetzen. Eine grundlegende Veränderung zu den Vorgängerfonds liegt in der nunmehr eingebrachten Eigenexpertise der Elbfonds-Gruppe. Wurde in der Vergangenheit stets auf fremdes Wissen gesetzt, so liegt nun die volle Projekterfahrung bei einer Tochtergesellschaft vor Ort, der Elbfonds Development Sp. z o. o. Nur die konkreten Baumaßnahmen werden an geeignete Bauträger (z. B. Strabag) fremdvergeben.

Parallel dazu kann Elbfonds in jedes Projekt auch andere Entwickler einsetzen. Das vorhandene Netzwerk wurde über mehrere Jahre aufgebaut und ist hochkarätig. Elbfonds kann nun mit einem etablierten Namen prunken, der vor Ort hilft, Türen zu öffnen.

Das mögliche Fertigstellungsrisiko aus den geplanten Projektentwicklungen ist eher theoretischer Natur, 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 8 möglicher Zielinvestments vorliegen hat. Bei einer geplanten Laufzeit von unter 4 Jahren soll der Anleger eine Rendite von 11,32 % p. a. (IRR incl. Agio) erhalten.

Die Kostenquote gegenüber den Vorgängerfonds wurde durch die eigenen Tochtergesellschaften nicht gesenkt. Die Kosten auf Objektebene sind gestiegen. Dies ist vor dem professionellen Auftritt der Unternehmensgruppe mit hochkarätigen Mitarbeitern vor Ort vertretbar. Die gestiegenen Kosten werden durch das niedrigere Agio wieder kompensiert. Insgesamt fallen die Weichkosten (excl. Fremdkosten wie steuerliche Berater u. ä.) mit anfänglich 17,49 % (incl. Agio) für ein derartiges Konzept durchschnittlich aus, gleichzeitig liegen sie etwas niedriger als beim Vorgängerfonds.

Der Immobilienpartner erhält 40 % des Projektgewinns. Diese Partner sollen in

Die polnische Bevölkerung hat viel nachzuholen.

der Regel von der polnischen Elbfondstochter ergänzt und überwacht werden. Da in diese Tochter fähige Spezialisten eingebunden sind und die unmittelbare Kontrolle einen sehr hohen Projekterfolg gewährleisten hilft, halte ich diese Gewinnverteilung für angemessen.

Der Initiator ist auf Fondsebene in zwei Stufen ab einer Gewinnschwelle von 8 % p.a. bzw. 12 % p.a. (IRR) nachrangig am Mehrgewinn (zu 30 % und 40 %) beteiligt. Die von Elbfonds in Fonds angebotene Bestandspflegeprovision für den Vertrieb konnte sich am Markt nicht durchsetzen, was wohl vor allem dem allgemeinen Umsatzeinbruch in der Fondsbranche geschuldet ist.

Der Fonds soll zu rund 76 % endfällig fremdfinanziert werden, was für diese Art Anlage üblich ist.

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.

Die Zielgruppe

Projektentwicklungsfonds sind kurzlaufende Investments mit einem hohen unternehmerischen Risiko, da typische Risiken auftreten können: Genehmigung-, Fertigstellungs-, Partnerausfall-, Gewährleistungsrisiko, und noch viele mehr. Infolgedessen sind derartige Angebote nur für sehr erfahrene Anleger geeignet. Allerdings lassen sich zahlreiche der projektentwicklungstypischen Risiken auch abfedern. Beim vorliegenden Angebot sind sämtliche Eckparameter des jeweiligen Projekts gesichert: Die Partner sind in jedem Fall erfahren und so liquide, daß im Zweifelsfall auch Gewährleistungsansprüche bedient werden könnten. Die Projekte sind vor Erstellung bereits verkauft. Das einzige nennenswerte Risiko ist die zeitliche Planungssicherheit. Hier liegen projektseits über die letzten 4 Jahre ausreichend Erfahrungen vor: Im Durchschnitt wurden die erwarteten Projektlaufzeiten (Soll: 18 bis 24 Monate) übertroffen (Ist: rund 15 Monate). Kein einziges Einzelprojekt hat bis dato die Soll-Laufzeit verfehlt. Beim vorliegenden Fonds wurden die geplanten Laufzeiten weiter verlängert. Der Fonds weist deutliche Risikopuffer bei den Projektlaufzeiten, den Kosten und den erwarteten Projektgewinnen auf. Zudem erfolgt die komplette Projektregie überwiegend aus eigener Hand, damit würde ein Schiefstand auf Projektebene sofort bemerkt und wäre korrigierbar. Die möglichen Währungsrisiken durch die Zahlungsströme in Zloty können vernachlässigt werden. Als Folge weist dieser vorliegende Fonds für einen Projektentwicklungsfonds ein außergewöhnlich attraktives Risiko-Chancen-Profil auf. Er eignet sich aufgrund seiner kurzen geplanten Laufzeit sehr gut als Rendite-Investment für durchschnittliche Anleger, die ein eher konservatives Portefeuille aufbessern wollen.

Summa summarum

*halte ich das Angebot „Direkt Invest Polen 5“ der Elbfonds Invest GmbH, Hamburg, für ausgezeichnet. Das Fondskonzept ist erprobt und übertraf auch in Krisenzeiten die Prognosen deutlich. Elbfonds hat die Feuertaufe bestanden und baut auf einem etablierten und weitreichenden Netzwerk auf. Elbfonds bietet ein gereiftes Fondskonstrukt in einem spannenden Zielmarkt, der durch das Unternehmen in den letzten Jahren ausgelotet wurde. Meiner Meinung nach verdient der Fonds eine Bewertung mit **„ausgezeichnet“ (1).*** ■

[1] Diese und alle weiteren Quellenangaben finden Sie auf www.werteanalysen.de. Geben Sie dazu im Suchfeld #437 ein.

Zahlen und Fakten

Angebotsstruktur	Direktinvestition in 17 Projektentwicklungsgesellschaften für Handelsimmobilien in Polen
Einkunftsart	Einkünfte nach DBA in Deutschland steuerfrei, unterliegen Progressionsvorbehalt
Mindestzeichnungssumme	€ 10.000 zzgl. 3 % Agio
Geplante Laufzeit	3 Jahre und 9 Monate, erstmalige Kündigung durch Anleger zum 31. 12. 2014 möglich
Plazierungsende	bei Erreichen des Emissionskapitals (maximal € 50 Mio.)
Gesamtinvestition	€ 104.607.345
Mindestkapital	€ 1 Mio.
Kommanditkapital	€ 25 Mio., max. € 50 Mio., jeweils zzgl. 3 % Agio
Geplante Ausschüttungen	2012 15 % p.a., 2013 25 % p.a., Schlußausschüttung 100,85 % (2014), kumuliert 140,85 % nach Steuern
Fremdkapital	€ 78.857.345 (75,9 % des GK), tilgungsfrei und endfällig
Kostensteigerungsrate	1,5 % (ab 2012)
Weichkosten	17,49 % bez. auf EK excl. Fremdkosten, 4,4 % bez. auf GK, jeweils incl. Agio
Investitionsquote	95,17 % brutto bez. auf GK incl. Agio
Investitionsquote auf Fondsebene	80,38 % incl. Agio
Liquiditätsreserve	€ 91.775
Treuhandkommanditist	extern
Mittelverwendungskontrolle	extern durch Bankentochter
Projektauswahl	Elbfonds Estate GmbH, Hamburg
Projektentwickler	Elbfonds Development, cmt, ST Projekt, Strabag, Vertano Real Estate, u. a.
Alleinstellungsmerkmale	Projektentwicklungen in Polen. Anbieter ist im Zielmarkt etabliert und mit eigenen Gesellschaften vertreten. Verkauf-vor-Ankauf-Prinzip.