Proreal Deutschland Fonds 4

Die One Group legt ihren ersten AIF-Fonds vor. Das Konzept ruht auf einer positiven Leistungsbilanz des Hauptpartners, der als Bauträger etabliert ist. Die Anbieterin ist professionell aufgestellt und bietet mit dem Fonds ein überzeugendes Risikoprofil. Am möglichen Mehrgewinn aus den Einzelprojekten partizipiert der Anleger nicht.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst, Mitglied bei Mensa in Deutschland e. V.
Hayek-Kreis Regensburg

Der Initiator

Die One Capital Emissionshaus GmbH, Hamburg, gegründet 2010 als Tochter der 2009 gegründeten One Group GmbH, offeriert ihr viertes Fondsangebot, dabei das erste KAGB-konforme. Für die drei Vorgängerfonds wurden seit 2012 € 110 Mio. eingesammelt. Die Anbieterin ist Teil des One-Group-Teilkonzerns, der sich als professionelles Finanzierungsvehikel und Konzeptionär etabliert hat. Der One-Group-Konzern wiederum ist, seit Ende 2013, Teil der Isaria-Unternehmensgruppe, die ihren Hauptsitz in München hat. Der Isaria-Konzern ist ein Bauträgerkonzern, gruppiert um die Isaria Wohnbau AG.

Gegründet wurde die Isaria Wohnbau AG von Josef Kastenberger unter dem Namen JK Wohnbau GmbH (später AG), die auch, ab 2008, einen Publikumsfonds, Anleihen und Nachrangdarlehen für den institutionellen Bereich emittierte. Sämtliche Finanzierungsvehikel sind vollständig bedient und ordnungsgemäß zurückgeführt worden. Kastenberger trat Ende 2011 als Vorstandsvorsitzender zurück und gab sein Aktienpaket (22 %) an der Isaria Mitte 2014 in den Markt. Das Stammkapital der Isaria Wohnbau AG beträgt zum Analysezeitpunkt € 23,764 Mio.

Unter dem Strich hat sich das Unternehmen JK Wohnbau / Isaria AG seit Gründung als einer der führenden Bauträger in München etabliert. Laut Bulwiengesa belegte die Isaria 2014 Rang 3 der Münchner Wohnprojektentwickler, für die sog. „A-Städte“ (wichtigste deutsche Zentren mit internationaler Bedeutung) liegt sie auf Rang 11.

Die privaten Eskapaden des Unternehmensgründers trüben in keiner Weise die heutige Arbeitsqualität des Unternehmens als Projektentwickler. Im Gegenteil ist eine deutliche Zäsur feststellbar: War bis zum IPO eine Unternehmensführung nach „Gutsherrenart“ zu spüren, die sich zwischen den Zeilen auch im Geschäftsbericht und im Internet ablesen läßt, so sind im Rahmen der Börseneinführung absolut professionelle Strukturen geschaffen worden, die eine lückenlose Kontrolle des gesamten Konzerns ermöglichen. Eine unmittelbare Folge dieser Professionalisierung ist nicht zuletzt die Anzeige wegen Untreue gegen Josef Kastenberger durch das Unternehmen selbst, das im Geschäftsbericht 2014 immer noch Forderungen gegen Kastenberger von € 3,3 Mio. ausweist.

Heute wird das seit November 2010 an der Frankfurter Börse gehandelte Unternehmen auch von internationalen Investoren geschätzt. So hat sich im April 2015 Janus Capital Management, Denver, mit 3,85 % an Isaria beteiligt. Die Isaria Wohnbau AG kann Stand heute, nach deutlichen Anlaufschwierigkeiten, als hochprofessio-

Coverbild des Fonds für die fondsbegleitenden Materialien.

nelles Unternehmen gelten mit qualifiziertem Personal in der Unternehmensleitung. Die Isaria Wohnbau haftet dem Endkunden gegenüber bei der Wohnungsübergabe für Baumängel als erster Anspruchpartner. Bei jeder Übergabe an den Endkunden erfolgt stets eine Begleitung durch den TÜV, der jede Einheit als neutraler externer Sachverständiger auf etwaige Mängel prüft und diese für die Nacharbeit dokumentiert. Auch diese Maßnahme gewährleistet eine hohe Arbeitsqualität am Bau und zeigt die professionelle Arbeitsweise des Konzerns.

Die Isaria AG ist historisch bedingt primär auf den Münchner Raum spezialisiert und beginnt erst gegenwärtig, auch Projekte in Hamburg zu entwickeln. Damit liegt keine belastbare Expertise aus Konzernsicht in den in den Anlagebedingungen genannten Zielmärkten (außer München) vor. Auf der anderen Seite aber verfügen speziell die Vorstände jeweils über eine sehr langjährige deutschlandweite Erfahrung im Bereich Immobilienprojektentwicklung. Auch hier ist die Welt ähnlich klein wie beispielsweise im Bereich der geschlossenen Fonds. So war Michael Haupt zwischen 2006 und Anfang 2011 in der Geschäftsführung von Bouwfonds Real Estate Investment Management Deutschland, Berlin, tätig. Christian Dunkelberg entstammt, nach eigener Internetrecherche, einer der eingesessenen Hamburger Familien mit exzellenten Kontakten. Damit besteht unter dem Strich ein sehr guter Zugang zu den entsprechenden Netzwerken. Auch die One Group bringt hier funktionierende Netzwerke ein, die sich bereits bei den Vorgängerfonds bewiesen haben.

Laut Recherche werden die Aktien an der Isaria Wohnbau AG in erster Linie von institutionellen Investoren und vermögenden Familien gehalten. Tatsächlich besteht aus Sicht von Fondsinvestoren in der Börsennotierung latent eines der Hauptrisiken: Aktionäre sind per definitionem an steigenden Umsätzen und positiven Zahlen interessiert. Eine permanente Erwartungshaltung nach steigenden Umsätzen kann zu überteuert eingekauften Projekten führen, ähnlich wie bei offenen Immobilienfonds. Dieses Risiko sehe ich beim Isaria-Konzern aber tatsächlich nicht als gegeben an.

Erstens ist die Aktie der Isaria AG kein sehr umsatzstarker Titel. Das Interesse der institutionellen Investoren liegt eher an einem langfristig stabil wachsenden Titel. Der Hauptgrund liegt, zweitens, vor allem in den bereits angebundenen Projekten der Isaria, die für die nächsten 5 Jahre reichen würden: Ab 2015 hat die Isaria ein

Projektvolumen mit einem Verkaufsvolumen von € 200 Mio. pro Jahr abzuarbeiten. Entsprechend entspannt – und kaufmännisch vorsichtig – kann der Konzern an die Akquise weiterer Projekte herangehen. Die stillen Reserven des Konzerns liegen, laut Geschäftsbericht 2014, bei rund € 89 Mio. Diese Reserven sind zurückzuführen auf steigende Grundstückspreise und Wertsteigerungen dank der Baurechtschaffung: Die Isaria ist als Bauträgerin darauf spezialisiert, gewerbliche Objekte in Wohnimmobilien umzuwidmen. Entsprechend hält der Konzern einzelne Projekte auch länger in der Entwicklungsphase, um die notwendige Vorarbeit vor einer Umwidmung in die Wege leiten zu können. Die Isaria-Gruppe verantwortet sämtliche Arbeitsschritte einer Projektentwicklung mit hauseigener Kompetenz. Per 31. 12. 2014 wurden 60 Mitarbeiter beschäftigt, aufgegliedert in die beiden Bereiche Fonds-Gruppe und Immobilien-Gruppe.

Alleiniger Vertriebskoordinator für den Initiator ist die One Consulting GmbH. Die Vertriebsleitung liegt in Händen einer Mannschaft, die über mehrere Jahre für ein anderes Hamburger Emissionshaus den Vertrieb mitverantwortete.

Insgesamt liefert die Isaria-Gruppe damit einen sehr runden Auftritt. Die Strukturen in den Unternehmen sind etabliert, seit 2010 deutlich professionalisiert und krisenresistent, wie die sehr positive Entwicklung in den letzten Jahren zeigt.

Auf Fragen im Rahmen der Analyse reagierte der Anbieter umgehend und mit sämtlichen notwendigen Nachweisen.

Stärken | Die Isaria-Gruppe kann einen sehr umfangreichen und langjährigen Leistungsnachweis als Bauträger vorlegen. Die One Group ist als Konzeptionär und Vertrieb von geschlossenen Fonds etabliert.

Der Markt

Immobilien durchleben einen mehrstufigen Lebenszyklus, der hierzulande rund 100 Jahre dauert. Jedes Glied dieser Entwicklungskette zwischen Planung und Abriß zeichnet sich durch ein unterschiedliches Chancen-Risiko-Verhältnis aus. Neben den individuellen Lebensabschnitten eines Objekts strahlt der jeweilige Mikrostandort auf den Wert der Immobilie ab. Neben ausgeprägten regionalen Disparitäten unterteilt sich auch die einzelne Großstadt in sehr dynamische Gebiete mit ganz eigenen

Reihenhäuser in „Nido“ in Karlsfeld an der Stadtgrenze zu München (Investitionsobjekt aus Vorgängerfonds).

Entwicklungen, Gesetzmäßigkeiten – und auch Marktteilnehmern.

Die Isaria-Gruppe fokussiert sich auf das aktive Entwickeln von Wohnimmobilien. Zielobjekte sind Neubauten (Opportunity) in der Entwicklungsphase mit einem ausgeprägten Renditepotential und Immobilien mit einem ausgeprägten Wertsteigerungspotential durch eine Umstrukturierung (Value Added). Die Isaria fokussiert sich in diesem Segment vor allem auf die Nutzungsänderung von gewerblichen Objekten, die als Wohnobjekte restrukturiert und modernisiert werden.

In der Vergangenheit arbeitete die Gruppe ausschließlich in der Metropolregion München. Seit 2014 wird die Region Hamburg erschlossen, für die aus Sicht des Konzerns damit noch keine langjährigen Erfahrungen vorliegen. Wie oben geschildert, liegt allerdings auf Entscheiderebene – sowohl des Isaria- als auch des One-Group-Konzerns – ein etablierter Marktzugang vor. In Hamburg werden, laut Anbieterin, aktuell 2 Projekte entwickelt.

Laut Anlagebedingungen kann das Anlegerkapital in Projektentwicklungen in den folgenden 7 Metropolregionen investiert werden: München (etabliert), Hamburg (seit 2014), Köln, Stuttgart, Frankfurt, Düsseldorf und Berlin.

Zur Zeit betreut die Isaria Wohnbau AG ein für die nächste 5 Jahre optioniertes Projektvolumen von rund €1 Mrd., das sich auf rund 2.500 Einheiten verteilt (laut Geschäftsbericht 2014).

Der Initiator prognostiziert eine vergleichsweise konservative Rendite auf das Investitionskapital von 7% p.a. Die Vergangenheitsrenditen der beiden Zielsegmente Value Added und Opportunity sollten erfahrungsgemäß deutlich über diesen Prognosen liegen. Aktuell liegen keine historischen Zahlen aus dem Unternehmensverbund vor. Unter dem Strich ergibt sich damit ein sehr hoher Risikopuffer aus den einzelnen Projektentwicklungen, um die vertraglich vereinbarte Verzinsung von 7% p.a. für die stille Beteiligung sicherzustellen.

Stärken | Die Zielregion München ist dem Initiator nachweislich sehr gut bekannt. Die Entscheidungsträger des Gesamtkonzerns können einen funktionierenden Zugang zu den einzelnen Zielmärkten nachweisen. Projektpartner Isaria hat ein mehr als ausreichendes künftiges Projektvolumen gesichert.

Die Investitionskriterien

Das Fondskapital muß über mindestens drei Projektentwicklungen diversifiziert investieren. Über die Fondslaufzeit sollen eine Vielzahl Wohn- und Gewerbeimmobilien (bis zu 20% Gewerbe) erworben werden. Wie bei allen KAGB-konformen Fonds prüft die BaFin die Einhaltung dieser Investitionsvorgaben. Aktuell befinden sich 3 Zielprojekte in der Ankaufsbewertung durch einen externen Gutachter. Die Isaria-Gruppe hat derzeit Objekte mit einem Volumen von rund €1 Mrd. (ab 2015 für die kommenden 5 Jahre) in Entwicklung. De facto befinden sich ausreichend Projekte in der wirtschaftlichen Auswertung, um die jeweilige Liquidität jeweils zeitnah in geeignete Projekte fließen zu lassen. Das Fondskapital kann exklusiv in die Projekte des Isaria-Konzerns investiert werden, muß aber nicht ausschließlich in dessen Projekte fließen. So wurden in der Vergangenheit (Fonds 2 und 3) auch andere Projektentwickler in Hamburg als Partner mit eingebunden. Die Objekte müssen in jedem Fall den prognostizierten Rückfluß für die stille Beteiligung in Höhe von 7% p.a. ermöglichen und sollen binnen 2 bis 4 Jahren wieder veräußert sein. Die durchschnittliche Haltezeit der Isaria-Projekte lag, laut Emittentin, bis dato bei 3,5 Jahren.

Grundsätzlich werden keine Objekte von der One Group nahestehenden Personen mit Fondsgeldern erworben bzw. angekauft, um Interessenskonflikte zu vermeiden.

Das Chancen-Risiko-Verhältnis fällt insgesamt positiv aus. Für den Bauträger liegt eine umfangreiche positive Leistungshistorie vor. Laufende und künftige Projekte sind ebenfalls in großem Volumen gesichert.

Stärken | Erprobtes Konzept und ausreichend großes Portefeuille an möglichen Zielprojekten. Dank der anfänglichen und

„APP.ARTMENTS“ Vogelweidestraße München (Investitionsobjekt aus Vorgängerfonds).

jährlich vorgeschriebenen Bewertung des Nettoinventarwerts ist eine hohe Arbeitsqualität bei der Projektauswahl und -betreuung gegeben.

Das Konzept

Die Anlegerkapital soll mittels einer stillen Beteiligung über die Fondsgesellschaft im wesentlichen in Projektentwicklungen der Isaria Wohnbau AG fließen. Bis dato geht das Konzept exzellent auf. Die Entscheidungsträger im Haus sind sehr erfahren, die Strukturen in der Gruppe vorbildlich vernetzt.

Die Weichkosten fallen mit anfänglich 12,01 % (incl. Agio) für einen Projektentwicklungsfonds vorbildlich niedrig aus. Die laufenden Kosten, bezogen auf das Nettoanlagevermögen, sind mit bis zu 0,91 % für einen KAGB-konformen Fonds sehr niedrig. Die Investitionsquote ist mit 90,85 % für einen Eigenkapitalfonds überdurchschnittlich hoch. Möglich wird die vorbildliche Kostenstruktur nicht zuletzt dadurch, daß der Kapitalgeber (Anleger) in keiner Weise an den projektüblich hohen Gewinnen beteiligt wird. Der Anbieter muß sich nicht über die anfänglichen und laufenden Kosten reich rechnen, sondern partizipiert als One-Group-Konzern am Erfolg der Projektentwicklungen. In der konsolidierter Bilanz wird ein derartiger Gewinn naturgemäß auf Ebene des Isaria-Konzerns abgebildet. Dennoch verbleibt der Gewinn aus den Projektentwicklungen im One-Group-Konzern.

Die einzelnen Kosten auf Objektebene basieren auf marktüblichen Honorar- und Provisionssätzen.

Der Anleger erhält jährliche Auszahlungen während der Fondslaufzeit von 6 % auf 6,5 % steigend. Des weiteren erhält der Anleger bei Auflösung der Fondsgesellschaft neben seiner Kapitaleinlage einen möglichen minimalen Liquiditätsüberschuß. Die Einnahmen auf Ebene der Fondsgesellschaft sind auf die Verzinsung der stillen Beteiligung beschränkt, die bei 7 % p.a. gedeckelt ist. Der Mehrgewinn auf Projektebene verbleibt bei der Isaria-Gruppe, die im Gegenzug das gesamte unternehmerische Risiko trägt.

Stärken | Vorbildliche Kostenstruktur. Der sehr professionell strukturierte Anbieter (als Gesamtkonzern) ist langjährig im Bereich der Immobilienprojektentwicklungen etabliert. Erprobtes Fondskonzept. Überzeugendes Risiko-Profil. Sehr umfangreiches gesichertes Projektvolumen.

Zahlen und Fakten

Angebotsstruktur	Typisch stille Beteiligung mit Rangrücktritt an der „One Projekt Development AIF 4 GmbH“ (OPD 4)
Investitionsfokus	Immobilien-Projektentwicklungen in 7 deutschen Metropolregionen
Entwicklungsfeld	Entwicklung, Neupositionierung und Wertsteigerung von mindestens 3 Wohn- und Gewerbeimmobilien mit Schwerpunkt Wohnen
Einkunftsart	Einkünfte aus Kapitalvermögen
Geplante Laufzeit	bis 30. 09. 2019, maximal verlängerbar um bis zu 1,5 Jahre
Plazierungsfrist	bis 30. 09. 2016
Mindestzeichnungssumme	€ 10.000 zzgl. 3 % Agio
Emissionskapital	€ 75 Mio. bis max. € 200 Mio., jeweils zzgl. 3 % Agio
Mindestkapital	nein
Fremdkapital	auf Ebene Fondsgesellschaft nicht vorgesehen, aber bis zu 60 % des Verkehrswertes möglich; auf Ebene der Projektgesellschaften vorgesehen
Inflationsrate	nein
Ausschüttungen	5 % Frühzeichnerbonus (bis 30. 09. 2016), Gewinnvorab 6 % p. a. (2017), 6,25 % p. a. (2018), 6,5 % p. a. (ab 01. 10. 2018), kumuliert 122,2 %
Weichkosten	12,01 % (incl. Agio), 0,85 % p. a.
Investitionsquote	90,85 % incl. Agio und Liquiditätsreserve
Liquiditätsreserve	€ 100.000
Treuhandkommanditist	HIT Hanseatische Service Treuhand GmbH, Hamburg
Plazierungsgarantie	nein
Portefeuillebetreuung und Auswahl	Isaria Wohnbau AG, München
Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG)	DSC Deutsche Sachcapital GmbH
Verwahrstelle	Caceis Bank Deutschland GmbH
Abschlußprüfer	Nörenberg Schröder GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg (2014/15, anschließend Beschluß der Gesellschafterversammlung)
Alleinstellungsmerkmale	Projektentwicklung ohne Fremdkapital auf Anlegerebene. Investitionen nur bei vorliegender Exit-Strategie. Alle Glieder der Wertschöpfungskette werden von der Isaria-Gruppe abgedeckt. Diversifikation über mehrere Immobilien an mehreren Standorten. Umfangreiche und überzeugende Historie. Sehr schlanke Kostenstruktur. Ausreichendes Projektvolumen für die kommenden 5 Jahre (ab 2015).

Die Zielgruppe

Der Isaria-Konzern unternimmt den schwierigen Spagat zwischen einem vernünftig verzinsten Konzept und einem möglichst überzeugenden Risikoprofil. Dank der langjährigen Erfahrung des Anbieters und des großen Projektvolumens – abgewickelt, in Betreuung und Prüfung – sind sämtliche Schritte der Wertschöpfungskette abgedeckt. Tatsächlich sorgt das überaus große optionierte und in Entwicklung befindliche Projektvolumen für eine umfassende Sicherheit, da hier punktgenau Liquidität umgehend investiert werden kann. Dank der sehr professionellen Strukturen auf sämtlichen Ebenen des Gesamtkonzerns halte ich das Gesamtanlagerisiko für sehr überschaubar.

Anleger werden in die Rolle von Kapitalgebern versetzt, die Eigenkapital für bekannte Projekte bringen, die professionell ent- und abgewickelt werden. Zu erwartende Mehrgewinne auf Projektebene gehen voll an die Anbieterin bzw. den Anbieterkonzern. Der sicherheitsorientierte Anleger erhält im Gegenzug eine vernünftige Rendite für ein überzeugendes Risikoprofil.

Summa summarum

*halte ich das Angebot „Proreal Deutschland Fonds 4“ der One Capital Emissionshaus GmbH, Hamburg, für sehr überzeugend. Meiner Einschätzung nach erhält der Anleger ein gelungenes Basisinvestment, das mit einem starken Risikoprofil punktet, basierend auf einem sehr etablierten Partner und einem mehr als ausreichenden Projektvolumen, das für eine Vielzahl ähnlicher Fondsangebote reichen sollte. Das Angebot verdient in meinen Augen eine Bewertung mit **„sehr gut“ (1-).*** ■

[1] Diese und alle weiteren Quellenangaben finden Sie auf www.werteanalysen.de. Geben Sie dazu im Suchfeld #519 ein.