

# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

## Analyse und Bewertung von Unternehmensbeteiligungen

### Zum CHECK-Analysesystem

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, Wechselkursprünge, neue Risikotypen wie biometrische Risiken, Länderrisiken, Steuer-gesetzänderungen, Marktübersättigungen) wird einerseits der Maßstab vergangener Bewertungen zugrunde gelegt. **Bitte beachten: Auf der CHECK-Homepage finden Sie eine Nachanalyse aller bisher veröffentlichten CHECK-Bewertungen (Updates in etwa jährlichem Abstand). Diese CHECK-„Leistungsbilanz“ enthält auch die Analysen der Beteiligungsangebote, die negativ verlaufen sind: Siehe „NachCHECK“. Dank der Erfahrungen der Nach-CHECKs wurde das CHECK-Analysesystem fortlaufend weiterentwickelt und verbessert.** Zusätzlich werden neue Bewertungskriterien – 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 15 Jahren geltenden CHECK-Sicherheits- und Renditesystems angepasst. Der CHECK-Initiator analysiert und bewertet geschlossene Fonds seit 1991.

1

Herausragend

1,25  
exzellent

1,37

Sehr gut (++)

1,75

überdurchschnittlich

2

gut

2,25

Zufriedenstellend

2,5

angemessen

2,75

ausreichend

3

unterdurchschnittlich

3,25

schwach

**CHECK-Investmentanalyse (AIF):**

**publity Performance Fonds Nr. 7 GmbH & Co.  
geschlossene Investment KG (AIF)**

BETEILIGUNGS-TEST Nr. 3/14, Juni 2014

# I-CHECK

## INVESTMENTANALYSE

**Wichtiger Hinweis:** CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit geschlossener Fonds (AIF). 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** der Emission aus.

1	Herausragend
1,25	exzellent
1,37	Sehr gut (++)
1,75	überdurchschnittlich
2	gut
2,25	Zufriedenstellend
2,5	angemessen
2,75	ausreichend
3	unterdurchschnittlich
3,25	schwach

R = Marke gem. § 41 Markengesetz

## publity 7

### Präambel

Die vorliegende 1. CHECK AIF-Beteiligungsangebotsanalyse untersucht die publity-Immobilienperformance und die Tragfähigkeit des publity-Geschäftsmodells. Prüfhandlungen zur KVG und Vertriebsgenehmigung des publity 7-AIF, die durch die BaFin (Februar 2014), die Verwahrstelle (vom Oktober 2013), die Prospektprüfer (per 11.04.2014), die designierte publity-KVG (vom Dezember 2013) und die CHECK-publity 7-Vertriebsanalyse (vom 10.04.2014, siehe [www.check-analyse.de/pdf/checkaudit\\_publity.de](http://www.check-analyse.de/pdf/checkaudit_publity.de)) erfolgt sind, wurden in einer qualitativen CHECK-Voranalyse für den Vertrieb aufbereitet. Darin werden die neuen Begrifflichkeiten regulierter Fonds wie "Nettoinventarwert", "Verwahrstelle", "Risiko- und Compliancemanagement" erklärt und gegen unregulierte Fondskonstrukte abgegrenzt. Vorteil der institutionell verpflichtend vorgegebenen Vorprüfungen: die KAGB-Konformität der elementaren Verträge, der Prospektaussagen, der getroffenen Vereinbarungen mit externen und internen Partnern, die Angemessenheit der Prognoseansätze, teilweise auch die Marktgerechtigkeit der Ertragsprämissen, die Angaben zu den handelnden Managern und zu deren Past Performance wurden bereits einer formalen Plausibilitätsprüfung unterzogen (Widerspruchsfreiheit). In der CHECK-publity-Vertriebsanalyse wurden die bereits vollzogenen Prüfhandlungen für grundsätzlich plausibel und stichhaltig befunden. Es wird empfohlen, auch die CHECK-publity 7-Vertriebsanalyse "Beteiligungsverkauf mit Sicherheitsgurt" zu Rate zu ziehen.

### Wie entwickelte sich das Geschäftsmodell der publity-Fonds?

Die publity-Immobilienperformance beruht auf der Verwertung eines knappen Jahrzehnts besicherter Forderungen. Bisher wurden insgesamt 512 Immobilien aus NPL-Forderungen erfolgreich verwertet. Das sind Forderungen

der Banken gegen Schuldner, deren Immobilien-Kredite/Darlehen finanziell notleidend wurden. Die publity-Fonds 1 und 2 verwerteten unbesicherte Forderungen. Dazu wurden diese Forderungen mit Hilfe von Anwälten und versierten Dienstleistern verwaltet. Der nachhaltige Verwertungserfolg dieser Forderungen durch umsichtige Verwaltungskontinuität bestätigte das seinerzeit zugrunde liegende Geschäftsmodell. Ab Fonds 3 und 4 wurden fast ausschließlich durch Immobilien besicherte Forderungen verwertet. Die publity-Manager kommen überwiegend aus der Bankenszene, in der der Umgang mit Forderungen grundsätzlich zur Kernkompetenz gehört. Käufer und Verkäufer sprechen die gleiche Sprache. Die Gläubigerbanken wollen jedoch verwaltungsintensive Kredite loswerden, wenn diese notleidend geworden sind. Deren Verwaltung liegt außerhalb ihrer Kernkompetenz verursacht ihnen hohe Kosten.

### Anpassung des Geschäftsmodells

Die ursprüngliche Bankentochter publity AG hatte als Internet-Aktien-Emissionshaus bis 2002 insgesamt 70 Unternehmen mit ca. 32.000 Anlegern an die Börse gebracht. Als Fondsiniciator sammelte sie mit 7 Fonds und einem Private Placement bisher ca. EUR 150 Mio. Eigenkapital der publity-Fondsinvestoren ein. Mit einem speziellen Betreibungskonzept (intelligentes Inkasso) - auch unter Einschaltung professioneller "Servicer", die sich ausschließlich auf die Verwertungen dieser Forderungen spezialisiert haben - hat sie die erworbenen Forderungen bisher mit Gewinn erfolgreich verwertet. Seitdem sich die publity AG auf den Immobilienhandel spezialisiert hat, wurde das Konzept, kaufmännisch "distressed-Assets" zu erwerben, fortgesetzt. Allerdings nunmehr ausschließlich durch Ankauf aus Bankverwertungen. Die Kaufpreise der aus notlei-

**Das CHECK-Ergebnis:**  
**GESCHÄFTSMODELL: 1,35**  
**RISIKOWERTUNG: 1,35**  
**PERFORMANCE: 1,1**  
**MANAGEMENTQUALITÄT: 1,15**  
**MARKTVERNETZUNG: 1,25**  
**RENDITEINSTUFUNG: 2**  
**GESAMTWERTUNG: 1,37**



**Vergangenheitsperformance der Initiatorin lückenlos belegt - Anleger haben mindestens ihre Anlageziele erreicht - in einigen Fällen wurde die Planprognose deutlich übertroffen**



**Anpassung des Geschäftsmodells an den Immobilien-Opportunityhandel bisher gelungen - Anfangsperformance der ersten Immobilien-Exits überdurchschnittlich**



**KVG und Verwahrstelle erfüllen vom Kompetenzumfang im Sinne externalisierter Kontrollen Maximalansprüche**



**das operative Management verfügt dank Zugang zu den Distressed Portfolien der Banken über eine "gut gefüllte" Pipeline**



**der Einstieg institutioneller Investoren unterstreicht Professionalität und Vertrauenswürdigkeit des Gesamtkonzepts auf Basis des publity-Real Estate-Opportunity-Geschäftsmodells**

# I - CHECK - ANALYSE

## DISTRESSE ASSETS

sind Bankdarlehen, die entweder schon gekündigt wurden oder die die Voraussetzungen für eine Zahlungsstörung erfüllen. Dazu gehören auch Kredite, die aufgrund einer veränderten wirtschaftlichen Lage nicht mehr erfüllt werden können. Synonym wird auch der Begriff "Non Performing Loan, NPL" verwendet (notleidender Kredit). Eine Zahlungsstörung gilt nach § 490 BGB als eine Vertragsverletzung (Ausbleiben von Zins und/oder Tilgung). Nach Basel II muss bankseitig bei einem Zahlungsrückstand ab 90 Tagen und mehr ein Eigenkapital von 12 % bis 45 % (je nach Rating des Schuldners) hinterlegt werden. Die Banken profitieren von einem besseren Rating, wenn sie Verlustrisiken vermindern und sich von notleidenden Krediten trennen. Sie beweisen damit die Effizienz ihres Risikomanagements. Daher sind sie bereit, sich mit einem hohen Abschlag von notleidenden Krediten zu trennen (belegt durch mehrere Untersuchungen, z.B. Roland Berger 2005). Erörtert in: "Die Bewertung von notleidenden Krediten - "Distressed Assets"", Chrysanth Herr, Diplomarbeit 22.02.2007, European Busniss School, Reichhartshausen.

dend gewordenen Finanzierungen stammenden Immobilien liegen bis zu 40 % unter den Soll-Werten der lokalen Märkte, die bei marktkonformer Vermietung und Instandhaltung zu erzielen sind. Dafür lagen CHECK belastbare Bestätigungen vor.

## Erweiterung des Geschäftsmodells

Wurden anfänglich noch unbesicherte Forderungen gegen Schuldner verwertet (daraus generierten die pubilty-Fonds 1 und 2 einen kontinuierlichen Cash Flow), geht es ab Fonds 3 um immobilienbesicherte Forderungen. Die erfolgreiche Umstellung des pubilty-Geschäftsmodells auf den ausschließlichen Erwerb von Immobilien, die durch notleidend gewordene Finanzierungen in den Büchern der Banken wertberichtigt und verkauft werden müssen, wird - auch wettbewerbsseitig - als vorausschauender Schritt weg vom NPL-Inkasso-Markt hin über den immobilienbesicherten Forderungshandel zum reinen Opportunity-Immobilienhandel anerkannt (ab Fonds 6 werden nur noch Immobilien aus notleidenden Immobilienfinanzierungen erworben, verwaltet und entwickelt und zu einem nahe dem Verkehrswert liegenden Preis veräußert.

## Kompetenzträger der pubilty-Immobilienperformance

Die Kernkompetenz der pubilty-Immobilienperformance entwickelte über gut ein Jahrzehnt die Kernmannschaft Christoph Blacha und Thomas Olek, zusammen mit einem langjährig eingebundenen Team an Rechtsanwälten. Rechtsanwalt mit Schwerpunkt Baurecht Christoph Blacha begann vor rund 25 Jahren Baurechtsprozesse zu führen. Unter anderem als Anwalt am Oberlandesgericht Hamm. Jahrzehnte Immobilienbewertungen aus Immobilienverwertung haben unter den pubilty-Managern im Rahmen von Forderungsverwertungen von insbesondere besicherten Forderungen ein solides Erfahrungsfundament im Immobilienan- und verkauf geschaffen. CHECK hat im Kernteam vor Ort mehrfach weitere langjährige Mitarbeiter des pubilty-Kernteams kennengelernt, die ebenfalls über ein eigenständiges Immobilien-Know-how verfügen und z. B. bei Erst-Objektsichtungen wichtige Aufgaben bei der anfänglichen Due Diligenc bei Immobilienankaufverfahren wahrnehmen.

## Verstärkung des Immobilien-Know-hows

Per 2008 brachte wesentliches Immobilien-Know-how der Wirtschaftsingenieur und jetzige pubilty-Performance-GmbH-Geschäftsführer (KVG) Frederik Mehlitz ein, der bisher für nationale und internationale Banken sowie institutionelle Kunden Immobilienpakete aus notleidenden Forderungen in Höhe von mehreren Milliarden USD/EUR be- und verwertet hat. Hervorzuheben ist die Mehlitz-Tätigkeit bei einer der weltweit größten US-Forderungsverwertungs-Onlinebörsen (jährliches Transaktionsvolu-

men durchschnittlich ca. USD 20 Mrd.). Der Bank- und Immobilienmanager war mehrere Jahre deren Europachef. In einem unangemeldet, spontanen Telefongespräch mit einem aktuell aktiven Manager dieses Unternehmens konnte sich CHECK dort von der Richtigkeit der pubilty-Angaben überzeugen. Dabei konnte CHECK zugleich hinreichend belastbare Angaben zum aktuell modifizierten pubilty-Geschäftsmodell mit Gewichtung des Immobilienhandels rekonstruieren. Als Exitkanal trägt diese Onlinebörse maßgeblich zur Fungibilität handelbarer Sicherheiten, insbesondere bei Immobilienpaketen mit einer Vielzahl diverser Objekttypen und -größen, bei. Mit Hilfe dieser Einschätzung zur Stimmigkeit der pubilty-Immobilienexpertise aus der Past-Performance wurde nachvollziehbar, wie die zuletzt vollzogenen Gewerbeimmobilien-Großtransaktionen im hohen einstelligen bis 2-stelligen EUR-Mio.-Segment in den letzten 2 Jahren keine "Zufallstreffer" waren. Per 11. Juni 2014 wurde eine Großtransaktion dieses Typs bei einer Haltedauer von 8 Monaten mit einer Performance von ca. 40 % notariell abgeschlossen (siehe unten).

## Zur Plausibilität des Exitkanals Immobilien-Onlinebörse

Ein maßgeblicher pubilty-Manager war an Immobilien-Transaktionen von jährlich ca. USD 20 Mrd. der weltgrößten Immobilien-Onlinebörse beteiligt. Im Rahmen eines elektronischen Taxierungssystems werden dort zurzeit ca. 60.000 gewerbliche Immobilienkredite von ca. 625 Trusts mit einem Volumen von USD 700 Mrd. bewertet und gehandelt. Kernvorteile für Käufer und Verkäufer sind

Gesamtübersicht über die aktuellen Publikumsfonds der pubilty Finanzgruppe (Stand 15.12.2013)

Gründungsdatum	Emissionsphase	Ende der Fondslaufzeit	Projektiertes Emissionskapital (Euro)	Gezeichnetes Emissionskapital (Euro)	Verbleibende Ausschüttungen (Euro)	Anzahl der Zeichner
TASK FORCE NPL Fonds Nr. 1						
30.06.2009	10.2009-12.2010	15.05.2013 <sup>1</sup>	25.013.000	7.419.000	9.008.390	469
TASK FORCE NPL Fonds Nr. 2						
15.09.2010	01.2011-12.2011	30.06.2015	22.020.000	24.765.000	15.290.350	1.856
pubilty Performance Fonds Nr. 3						
15.09.2011	01.2012-08.2012	30.06.2016	22.020.000	22.525.000	7.533.100	1.463
pubilty Performance Fonds Nr. 4						
25.05.2012	08.2012-02.2013	31.12.2016	22.010.000	34.067.000	662.420	2.249
pubilty Performance Fonds Nr. 5						
13.12.2012	02.2013-06.2013	31.12.2017	23.510.000	22.063.000	403.850	1.518
pubilty Performance Fonds Nr. 6						
07.05.2013	07.2013-06.2014	31.12.2018	40.000.000	22.077.000	-	1.325
pubilty Performance Fonds Nr. 7						
10.10.2013	02.2014-12.2014	31.12.2019	100.000.000	-	-	-
<b>Gesamt</b>			<b>254.573.000</b>	<b>132.916.000</b>	<b>32.898.110</b>	<b>8.880</b>

# I - CHECK - ANALYSE

neben den Basisdienstleistungen der elektronischen Dokumentenaufbereitung die Analyse und Bewertung dieser Dokumente für den An- und Verkaufsprozess sowie das Pricing der Immobilienpakete inkl. Risikobewertung. Ein Rating, durchgeführt über eine Börsen-Tochtergesellschaft, bewertet die Kredite auf Potenzial und Ausfallrisiken. Dadurch werden diese Handelspakete in ein transparentes Informationserfassungssystem integriert und damit verwaltungsfähig gemacht. Erst dadurch werden diese "Pakete" für die Käufer überaus attraktiv ("a mechanism to easily compare heterogeneous assets", Quelle liegt CHECK vor, April 2014). "Die Feststellung des Preises erfolgt dabei auf Grundlage einer Datenbank, in der alle bisherigen sowie zukünftigen Abschlüsse .... gesammelt werden." (Maisch, ebd.) Die Technologie ist webbasiert und ermöglicht den registrierten Nutzern "standortunabhängig auf das kollektive Wissen und die Erfahrungen .... zuzugreifen". Zur Registrierung werden Bonität und Leumund überprüft. Eine Hinterlegung von USD Mio.-Betragen zur Verifikation der Kaufabsichten ist erforderlich. Käufer und Verkäufer bleiben bis zum abschließenden Closing grundsätzlich anonym. Auf dieser Basis können sich auch öffentliche Kreditinstitute an dem Kredithandel ohne Renommeeverlust beteiligen. Die Informationsbereitstellung und die Einblickmöglichkeiten können individuell gesteuert werden. Die Verkäufer legen Platzierungsdauer und den Kreis der erlaubten Käufer fest. Die Preisfindung findet auf Basis einer objektiv nachvollziehbaren Transaktionshistorie statt, die wesentlich auf den bereits abgewickelten Börsenumsätzen und der Sekundärmarkt-Historie beruht. Die Kumulation dieser Expertise führt zu einem Zugang zu einem weltweit potenten Kundenklientel sowohl auf Käufer- als auch auf Verkäuferseite (darunter Hedgefonds, Opportunityfonds, Lone Star, Cerberus). Für diese Sachverhalte liegen CHECK bestätigende Stellungnahmen des chief executive-Managers dieser Plattform vor, z. B. vom April 2014.

## Vollständige Verwertung aller NPL-Sicherheiten

Berichtswise wurde im 1. Hj. 2014 durch pubilty kommuniziert, dass zuletzt ein Immobilienpaket von 81 Immobilien aus besicherten Forderungen zu eine Rendite (nach Kosten

und einer durchschnittlichen Laufzeit von 18 Monaten) von angabegemäß 27 % geführt hat. Von den Transaktionen seien die pubilty-Fonds 2-5 begünstigt. In der 23. KW hat pubilty daher für Fonds 3 eine Anlegerausschüttung vorgenommen, die den pubilty-3-Anlegern bisher eine kumulierte Ausschüttung inkl. Frühzeichnerbonus von 53,44 % eingebracht hat. Pubilty 3 wurde 2011 aufgelegt und hatte die Investitionsphase 2013 abgeschlossen, in dem Jahr, indem die 1. Ausschüttung in Höhe von 20 % gezahlt wurde (nach dem Frühzeichner-Bonus von 3,44 % in 2012). Dem Vernehmen nach hat ein irischer institutioneller Investor - nach einem Bieterverfahren das Forderungspaket mit Immobilienbesicherung über die beschriebene Online-

börse (siehe oben) gekauft.

## Zugang zu den Exitmärkten

Das Know-how, wie diese Pakete zusammengesetzt sein müssen, um erfolgreich marktfähig zu sein, ist aus CHECK-Perspektive eine entscheidende Voraussetzung für eine Vermarktungsvariante, über diesen Vertriebskanal gewinnträchtig pubilty Assets zu veräußern. Immobilienpaketangebote aus Bankenverwertungen können vorab für den späteren Verkauf gut eingeschätzt werden. Damit kann bereits im Vorfeld die Attraktivität besicherter Forderungspakete für den Exit taxiert werden. Historie: Historie: Eine wachsende Zahl europäischer Banken wickelt seit 2002 über Onlinebörsen, Immobilienkredite ab, darunter auch zu-

pubilty Beispielobjekte in deutschen Metroregionen

die hier gelisteten Objekte wurden inzwischen mit Gewinn im 2-stelligen %-Bereich verkauft. Auch der Nettogewinn nach Kosten ist zweistellig ausgefallen.

durchgehend hohe Objektqualitäten

die kürzeste Haltedauer waren 6 Monate - die längste ca. 36 Monate

# 1 - CHECK - ANALYSE

nehmend deutsche Banken, wie die Berlin Hyp, die Postbank, die Areal, die Eurohypo schließlich vermehrt auch Sparkassen, deutsche Genossenschaftsbanken, Bausparkassen, Hypothekenbanken. Einen hohen Anteil nehmen typisch mittelständische Transaktionen ein "including the latest German offering, comprising a EUR 40m loan secured by an office complex in Leipzig and a EUR 130m loan secured by more the 30 office buildings mostly Frankfurt." (Zitat eines managing director's dieser Onlinebörse 2011, Quelle liegt CHECK vor). In persönlichen Gesprächen mit Herrn Mehlitz konnte CHECK verifizieren, dass dessen ehemalige Funktion als führender Manager dieser Plattform auf zentralen Kompetenzen im Immobilienresearch und der Bewertung besicherter Forderungen beruhen. Die im Gespräch gemachten Angaben passten zu den extern ermittelten Geschäftsmodellinformationen sowie Performance-Fakten.

## Trend zum Großimmobilien-Deal

Gleichwohl liegt der Schwerpunkt des publiqu-Immobilienhandelsgeschäfts zurzeit im Segment Einzelgewerbeimmobilien-Großdeal mit sehr individuellen Verkäufers und Käuferkontakten. Auskunftsgemäß lagen publiqu nachweislich bereits kurze Zeit nach Ankauf der publiqu 3-Großimmobilie 3 belastbare (finanziell unterlegte) Ankaufsangebote vor.

## Branchenweit exklusive Expertise

Aus CHECK-Perspektive liegt eine branchenweit exklusive Expertise vor, die die Plausibilität des Geschäftsmodells mit den prospektierten Vorgaben des AIF-publiqu 7 untermauert. Ab publiqu-Fonds 6 sind ausschließlich Immobilien aus notleidenden Immobilienkrediten liquidierungswilliger Banken ohne NPL-Bezug erworben worden. Auch für dieses Projekt gibt es nachweislich bereits belastbare Kaufangebote (CHECK vor Ort-Einsicht).

## Online-Börsen-Beispieldeals

Auch wenn Einzelheiten zu den publiqu-Transaktionen, wie z. B. den Anfang 2014 abgewickelten, in der

nach eigenen Angaben u. a. 81 Immobilien-Forderungen veräußert wurden, aus Vertraulichkeitsgründen öffentlich nicht einsehbar sind (von CHECK vor Ort stichprobenhaft eingesehen), ist nachvollziehbar, dass typische Deals dieser Art die Regel sind und auf nachvollziehbaren Grundlagen (gegenseitiger Interessen) beruhen. Aus diversen Börsenreports konnte CHECK dafür Anhaltspunkte identifizieren: 2014 wurden mit steigender Tendenz Portfolien im 2-stelligen EUR-Mio.-Bereich, die "Kragenweite" der publiqu-Fonds, über die Onlinebörse verhandelt und verkauft.

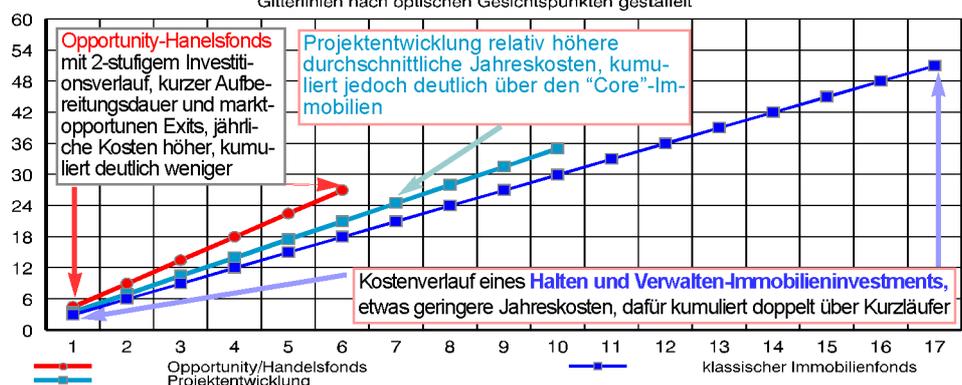
- Darunter im März 2014 EUR 21,9 Mio. besicherte NPL-Forderungen mit einem 9.700 qm großen dreistöckigen Bürogebäude,
- eine EUR 19,9 Mio. besicherte NPL-Forderung mit einem 10.777 qm großen dreistöckigen Einzelhandelsgebäude mit Apartments,
- ein EUR 17 Mio. besichertes Forderungspaket eines 8.200 qm großen Büros in einem 4-stöckigen Gebäude und
- ein EUR 16,3 Mio. besicherter 17.900 qm großer "market", mit einem zweistöckigen "terminal"-Ge-

## Performance Frederik Mehlitz

2008 war Frederik Christian Mehlitz noch "Managing Director" bei einer weltweit marktführenden Onlinebörse (2005 bis 2008). Zuvor leitete er bei der Landsbank Baden-Württemberg in Stuttgart das gesamte Konsortialgeschäft als "Head of Syndicate" (2000 bis 2005). Dort verantwortete er das Konsortialgeschäft in leitender Position (der Konsortialführer handelt gegenüber dem Bankkunden auch im Namen des Konsortiums). Er war für die Internationalisierung des Bereichs Capital Markets zuständig. Davor bekleidete er die gleiche Position bei der BayernLB (1995 bis 2000). Zwischen 1991 und 1996 fungierte er als Schatzmeister für die "compagnie bancaire". Aus seiner Tätigkeit als "Head of Funding" bei der Depfa (Deutsche Pfandbriefbank (Frankfurt) sowie als Senior Portfoliomanager bei Activest/München darf dem Manager auch Vertriebserfahrung (unter institutionellen Kunden) unterstellt werden. Herr Mehlitz ist in der NPL- und Bankenszene überdurchschnittlich gut vernetzt. Bei Cross-checks im Netzwerk der Banken und Finanzdienstleister konnte CHECK keinen

## Kostenvergleich verschiedener Fondstypen

Projektentwicklung - Opportunity/Handelsfonds - Bestandsfonds  
Gitterlinien nach optischen Gesichtspunkten gestaffelt



Typischer Kostenverlauf laufender Kosten (operative- und Fondskosten) von drei gängigen Investitionstypen (Bestandsfonds, Projektentwicklung, Opportunity). Das Bestandsfondskonzept "Halten und Verwalten" weist kumuliert höhere Kosten auf. Bei langfristig angelegten Mietverträgen vor Fondsablauf kann das Nachvermietungsrisiko zusätzlich zu einem höheren Risiko führen. CHECK-Grafik

bäude und einem vierstöckigen Büro-Erweiterungsgebäude mit einem separaten Lager (Quellen liegen CHECK vor, Februar 2014)

- ein weiteres Beispiel ist ein EUR 26 Mio.- besichertes NPL-Paket mit 2 Bürogebäuden im Süden Frankfurts, ausgestattet mit bis 2016 laufenden Mietverträgen mit Verlängerungsoptionen um weitere 5 Jahre. Bewertet wurde der Deal mit EUR 23 Mio. Funktionsfähigkeit des publiqu Geschäftsmodells nachgewiesen: 1,35

Widerspruch zu einem als überaus professionell und effizient agierenden Businessmanager feststellen.

**CHECK-Managementqualität Immobilienperformance: 1,1**

## Kernkompetenz Aktenführung

Das hochprofessionell strukturierte (gegenüber dem Bankenstandard weit überlegene) publiqu-Buchhaltungs-, Verwaltungs- und Controllingssystem von über 8.000 Forderungsakten trägt erheblich

# I - CHECK - ANALYSE

zur Fungibilität und Wertschöpfung der gehandelten Forderungspakete bei. Denn nur die effiziente Verwaltbarkeit der Forderungspakete und Einzelforderungen sowie der Immobilien Ankaufs- und Vermietungsunterlagen erlauben dem Käufer, die erworbenen Werte zu erhalten, zu fördern und damit handelbar zu machen. Diese Sorgfalt wurde auch für die pubilty-Immobilienverwaltung fortgeführt.

## Zum Cash Flow und Fonds-Performance der pubilty NPL-Sales

Auskunftsgemäß veräußerte pubilty im Rahmen von Forderungsvewerungen inzwischen 512 Immobilien aus besicherten NPL-Forderungen mit deutlichem Gewinn (2-steilliger %-Satz). Diese Immobilien waren Bestandteil forderungsbesicherter NPL-Portfolien der pubilty-Fonds 3-5. Die aus diesen Deals generierten Ausschüttungen liegen nicht erst durch die erfolgreichen Immobilienexits entweder im Plan (pubilty 4) oder deutlich über Plan (pubilty 3). Im Februar 2014 schüttete pubilty 3 vorzeitig 10 % und im Mai weitere ca. 20 % an die 1.463 Anleger dieses Fonds aus. Insgesamt haben die Investoren dieses Fonds inkl. Frühzeichnerrabatt in knapp 3 Jahren über 60 % ihres Einlagenkapitals zurückerhalten. Künftige noch zu leistende Ausschüttungen erfolgen aus den Zahlungen der NPL-Schuldner. CHECK-Stichproben zu den

rungen mit überschaubaren Belastungen für die Schuldner kontinuierlich zu Ende geführt werden, dürfte kumuliert mit überdurchschnittlichen und/oder vorzeitigen Auszahlungen bei grundsätzlich allen Fonds zu rechnen sein.

## Performance der Altfonds auch ohne neue Reinvestitionen

Da die Fonds 1-5 nach KAGB-Vorgabe nicht mehr reinvestieren dürfen, müssen diese Fonds ihre Performanceziele ohne Wiederanlage des Kapitals erreichen. Als Bestätigung des Geschäftsmodells darf die bisher berechnete Einschätzung gewertet werden, dass diese Fonds ihre Anlageziele teilweise (vorzeitig) bereits erreicht haben (Fonds 1). Nach aktuellem Stand werden auch die übrigen Fonds ihre Ziele mindestens erreichen, die keine Wiederanlage ihrer Erträge vornehmen dürfen.

## Zum aktuellen

### Forderungs-Markt in Deutschland

Der Widerspruch zwischen der Zurückhaltung der Banken, abschreibungsbedürftige (darunter besicherte und unbesicherte, notleidende und auch (noch) nicht notleidende) Kredite in den Handel zu geben (sie belasten die Bilanz durch Erhöhung des Rückstellungsbedarfs) und dem Erfordernis, Liquidität zu schaffen, fällt in wachsen-

ben die Banken mit ihren NPL-Portfolios vermehrt auf den Markt. Denn sollten sie durch Basel III doch dazu gezwungen werden, werden sie ihre NPL-Portfolien umso günstiger an den Markt geben müssen. Und dieser Markt läuft wesentlich über die zurzeit weltweit größte Handelsplattform, über die per 2013 allein in Deutschland in 7 Jahren bisher 80 Kreditpakete verkauft wurden. Gleichwohl entspricht dieses Volumen nur einem Bruchteil der weltweiten Umsätze insgesamt. Im US-Geschäft werden pro Quartal bis zu 40 Deals abgewickelt. Cushman & Wakefiel sagte für Europa für 2013 einen Umsatz von EUR 30 Mrd. voraus gegenüber EUR 22 Mrd. im Vorjahr. (Real Estate Capital, 28.06.2013). Während Dr. Kords (MAX Deutschland GmbH, Spezialist für Verbraucherinsolvenzen, Der NPL-Markt in Deutschland) in seinem Aufsatz vom April 2013 darauf hinweist, dass sich die Käufer auf geringere Margen einstellen müssen, sind die Verkäufer in einer überdurchschnittlich komfortablen Position. Für Ende 2013 zeigt die weltweit größte Onlinebörse einen Nachfrageüberhang von ca. 7 % gegenüber dem langjährigen Durchschnitt (12 Jahre). Umgerechnet wird damit zurzeit eine Nachfrage von ca. EUR 1,4 Mrd. nicht bedient. Während unbesicherte Forderungen mangels Offenlegung der persönlichen Schuldverhältnisse und hoher Datenschutzerfordernungen, einer nachteiligen Presseberichterstattung und eines aufwändigen Inkassos weniger fungibel sind, erfreuen sich besicherte Forderungen bei guter Dokumentation der Assets hoher Nachfrage.

## Prinzip und Sinn des pubilty-Reinvestitionsmodells

Kernbestandteil der Schaffung hoher Substanzquoten ist die Reinvestition der Rückflüsse aus den zeitnah veräußerten Immobilien. Ein Werteverfallrisiko unter Einkaufspreis ist - auch in Krisenzeiten - höchst unwahrscheinlich. In der Regel kauft pubilty Immobilien zum "Marktwert" minus 10 %. Dieser Marktwert ist der Einkaufswert, der absichtsvoll deutlich unter dem Verkehrswert liegt. Das haben die bisher erworbenen Immobilien aus Bankverwertungen gezeigt, auch wenn die Investitionskriterien eine bestimmte Unterschreitung des Verkehrswertes in % nicht vorschreiben (siehe unten).

Beispiel-Deals: Einkauf deut-

### Selected US managers targeting property debt through funds

Lone Star, MSREI and Blackstone have been the biggest US buyers of debt, while previous buyers Apollo and Perella Weinberg are raising new funds

Manager	Fund	Amount	Deals
Lone Star	Real Estate Fund II	\$5.5bn	Bought \$5.1bn of distressed US real estate loans from Anglo-Irish
Apollo Global Management	European Principal Finance Fund I & II	€1.5bn	Bought European real estate loans from Credit Suisse for around €900m. Raising €2.5bn for second fund
Blackstone	Real Estate Special Situations Fund II	\$3.5bn*	Purchase of a 25% stake in RBS's £1.4bn Project Isobel expected to close by the end of the year
MSREI	MSREFF VII	\$4.7bn	Bought €3bn of Spanish housing from Santander
Colony	Distressed Credit Fund/Investors VIII	\$885m/\$4bn	Bought €370m of German NPLs from four-bank syndicate
Westbrook Fund	VIII/IX	\$1bn to invest	Bid for Project Isobel and Project Royal
Perella Weinberg	Real Estate Fund I & II	€1.2bn	Bought €286m of Spanish assets from RBS. Raising €1.25bn for second European real estate fund
Starwood Capital	Opportunity Fund VIII	\$1.83bn	Bid for Project Isobel and Project Royal
Orion Capital Managers	European Real Estate Fund III	€650m to invest	Close to buying €600m loan portfolio from NAMA
Goldman Sachs	Whitehall International 2008	\$2.3bn	Shortlisted to buy Intesa Sanpaolo NPL portfolio

SOURCE: REAL ESTATE CAPITAL \* Total commitments IR: BREDS funds

Reger Handel mit Immobilien besicherten Krediten europäischer Banken verkaufen an Hedgedonfs, Private Equity-Firmen und institutionellen Investoren, Real Estate Capital, 12/2011

noch offenen Zahlungssalden einzelner Fonds im pubilty-Datenbanksystem zeigten, dass die mittelfristigen Rückzahlungserwartungen auf Basis der vorliegenden Erfahrungen als solide einzustufen sind. Sollten die Verträge aus verwerteten Forde-

dem Maß zuungunsten des "Festhaltens" an uneinbringlichen Forderungen aus. Auch wenn die EZB nach wie vor, den Systembanken fast zinslos Liquidität anbietet (und die Basel III-Anforderungen zurzeit wieder verwässert werden sollen), trei-

# I - CHECK - ANALYSE

lich unter Verkehrswert - Exit zum Vielfachen des Kaufpreises

## Beispiel 1

Faktisch wurde z. B. ein 3.100 qm großes Immobilienprojekt in Mannheim (63 Eigentumswohnungen zwischen 30 und 80 qm und 4 Gewerbeeinheiten) für den public Performance Fonds 3 mit einem deutlich unter dem Verkehrswert von EUR 4,5 Mio. liegenden Einkaufspreis erworben. Dieser Einkaufspreis bzw. "Marktwert" lag (zu diesem Zeitpunkt) aus ganz speziellen Gründen beträchtlich unter dem Verkehrswert. Dennoch konnte die Wohnimmobilie nach ca. 1 Jahr Haltedauer zu einem nahe des Verkehrswertes liegenden Preis mit einem Bruttoertrag veräußert werden.

## Beispiel 2

Ein weiteres Beispiel ist ein 15.000 qm großer Bürokomplex aus zwei 4-stöckigen Gebäuden mit (nach Umbau 2000) 163 und 140 Stellplätzen in einer deutschen Bankenmetropole, der Anfang 2014 für den public Performance Fonds 4 zu einem zweistelligen EUR Mio.-Betrag bei einem Verkehrswert von EUR 19,5 Mio. und einem Leerstand von 40 % erworben wurde (IZ vom 30.01.2014 und Rohmert-Medien vom 21.01.2014). Unter den Mietern sind die Bundesagentur für Arbeit sowie IT-Unternehmen und Hochschulen. Das Gebäude liegt im Umfeld von Hotels und Restaurants und einer Bundesautobahn. Dieses Objekt wird voraussichtlich in Kürze zu ei-

nem nahe des Verkehrswertes liegenden Preis veräußert werden.

## Beispiel 3

Beispielhaft ist auch der Erwerb eines 6.400 qm großen Büroobjektes im Umfeld und 10 Fahrminuten vom Hauptbahnhof einer deutschen Bankenmetropole. Das Gebäude mit 13 Etagen liegt gegenüber einer bekannten Sportstätte, einem Golf-Club mit 5-Sterne-Hotel und 266 Zimmern. Das Objekt wurde zum 9-fachen der Jahresmiete und einem Leerstand von 40 % für den public 6 für einen mittleren EUR Mio.-Preis erworben. Per 08.05.2014 berichtet die public Finanzgruppe eine Reduzierung des Leerstands um ca. 10 % durch die langfristige Vermietung an eine auf die Entwicklung von Apps spezialisierte IT-Firma. Belastbare Kaufangebote lagen bereits im 1. Quartal 2014 vor. Ein Exit mit der Chance eines deutlich 2-stelligen Prozentgewinnes zeichnete sich ab. Inzwischen wurde per Juni 2014 zum avisierten Verkaufspreis nahe des Verkehrswertes notariell verkauft. CHECK-Einsicht in ein professionell erstelltes Wertgutachten zum Objekt hat gezeigt, dass der Einkaufswert in Höhe von etwa 60 % des Verkehrswertes angemessen war. Durch Neuvermietungen erfuhr das Objekt eine deutlich erkennbare Wertsteigerung in der Größenordnung von ca. 40 %.

## CHECK-Stichproben - Validität der Verkehrswerte bestätigt

Die Stichhaltigkeit der Verkehrswertgutachten als Basis für die Einschätzung des tatsächlichen Verkaufspotenzials

nes international anerkannten Wertgutachters überprüfen. Die Gutachterwerte stimmen mit objektiv nachvollziehbaren Markterfahrungen überein. CHECK hat sich zu einzelnen Geschäftsvorfällen notarielle Kauf- und Verkaufsverträge, Verkehrswertgutachten, An- und Verkaufsprotokolle sowie den Schriftverkehr (E-Mails) vorlegen lassen.

## Erste Exitperformance mit zweistelliger Rendite

Den ersten Fondsexit schaffte public 1 zum Ende 2013 und verhalf den public 1-Anlegern zu einem Rückfluss von 121,42 %. Fonds 2 hat bisher 61,74 % ausgeschüttet und Fonds 3 bisher kumuliert 53,44 %. Dank zügig umgesetzter, wertschöpfender Exits werden diesjährig voraussichtlich weitere Ausschüttungen folgen.

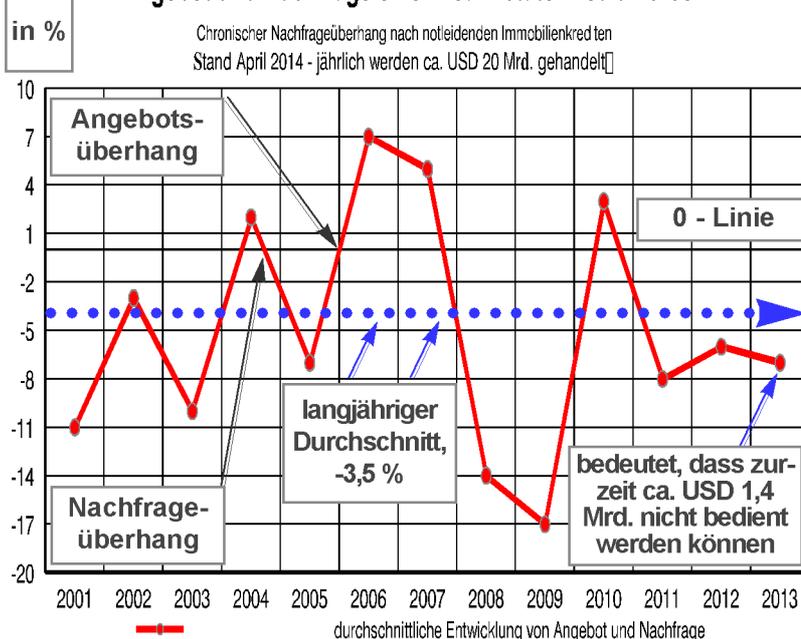
## An- und Verkaufspotenzial - täglich aktiver Deal-Flow

Zurzeit treffen berichtsgemäß beim public-Fondsmanagement täglich Immobilien-Verkaufsangebote ein. Das Angebot an erwerbenden Assets nach den public-Investitionskriterien ist überdurchschnittlich hoch. Da in der etablierten Bankenszene die public-Transaktionen für eine effiziente und diskrete Abwicklung stehen, und die verschiedenen Exitkanäle nachweislich für gewinnträchtigen Umsatz sorgen, kann der Ankauf gezielt auf das Veräußerungspotenzial nach den Investitionskriterien abgestimmt werden. Die Zustimmungsvoraussetzung der Verwahrstelle sorgt zusätzlich dafür, dass die Investitionskriterien eingehalten werden. Dazu bedient sich die Verwahrstelle der Möglichkeit externer Begutachtung. Damit kann sie belastbar klären, ob die Anlageziele durch den Ankauf erreichbar sind.

## Wer sind die Käufer?

Durch CHECK-Akten-Einsicht konnte (teilweise) verifiziert werden, dass zu den Verkäufern etablierte sowie europaweit agierende Banken und institutionelle Investoren gehören (siehe Grafik S. 6). Unter den Käufern sind z. B. regionale und überregionale sowie internationale Geschäftsbanken sowie Sparkassen und Hypothekenbanken. Unter den Verkäufern sind Hedgefonds, Private Equity-Unternehmen und internationale Investmentbanken. Die Verkäufer, die diese Investitionen ursprünglich in Boomphasen zu Verkehrswerten als hochgehebelte As-

## Angebot und Nachfrage einer Real Estate Kredit-Börse



# I - CHECK - ANALYSE

setpakete gekauft hatten, wollen betreuungsintensive Cash-Flow schluckende "Belastungen" abstoßen (da sonst Risikorückstellungen die EK-Quote zusätzlich belasten). In der Regel geht es um Immobilienprojekte die durch Nachfrageschwankungen, bei gescheiterten Anschlussvermietungen (in der erwarteten Miethöhe), unerwarteten Revitalisierungsaufwendungen und Managementfehlern in Liquiditätsschwierigkeiten gekommen sind. Durch Kreditbedienungsausfall fallen die Objekte den erstrangigen Sicherheitengläubigern zu und müssen verwaltet und professionell verkaufsfähig gemacht werden. Um eine drohende Insolvenz abzuwenden, ziehen es die Banken vor, die Verwertung erfahrenen, diskret agierenden Fondsmanagern mit Immobilienexpertise zu überlassen. Eine besonders gute Chance, den Zuschlag zu erhalten, haben insbesondere diejenigen Käufer, die selbst keine Banken oder Hedgefonds sind, die mit Eigenkapital bezahlen können und die ein professionelles Handling beim Immobilienmanagement vorhalten können. CHECK-Marktvernetzung: 1,25

## Beispiel: Hohe Auszahlungen und weiteres Potenzial

Am Beispiel des pubilty performance Fonds 2 GmbH & Co. KG kann nachvollzogen werden, dass innerhalb von 16 Monaten 19 Forderungsportfolien für einen kumulierten Kaufpreis von EUR 22,67 Mio.

gekauft wurden. Im Servicing war das älteste Portfoliopaket dieses Fonds per 01.06.2013 seit 22 Monaten, das jüngste seit 8 Monaten im Inkasso. Insgesamt wurden bis zu diesem Zeitpunkt Erlöse aus dem Servicing von EUR 17,67 Mio. ausgewiesen (pubilty-Unternehmenspräsentation 2013). Das restliche Verwertungspotenzial bis zum Laufzeitende des Fonds dürfte die geplante Gesamtrendite übertreffen. Im pubilty Performance Fonds Nr. 3 GmbH & Co. KG wurden von März 2013 bis Dezember 2012 insgesamt 10 besicherte Immobilienportfolios zu einem Gesamtkaufpreis von EUR 18,368 Mio. erworben und im letzten Jahr per Ende 2013 Erlöse in der Höhe von ca. EUR 14 Mio. erzielt.

## Künftige Umsetzung des pubilty-AIF-Geschäftsmodells - Planrechnung

Der Plan, bereits 2014 erste Objekte für pubilty 7 zu erwerben (Prospekt S. 69), ist weniger ein Problem des Deal-Portfolios als des Platzierungsfortschritts. Daher trifft die Annahme zu, dass erste Anlageobjekte erworben werden könnten. Ferner sollen die Erlöse aus diesen Objekten, die bereits für 2014 erwartet werden, auch 2014 erstmals und dann bis 2019 mehrfach reinvestiert werden. Ob kalkulatorisch prospektierte Erlöse von kumuliert EUR 95,2 Mio. in absoluten Zahlen erzielt werden, ist nicht kalkulierbar. Das Gelingen der Relation von Kaufpreis und Ertragspotenzial ist schon wahrscheinlicher.

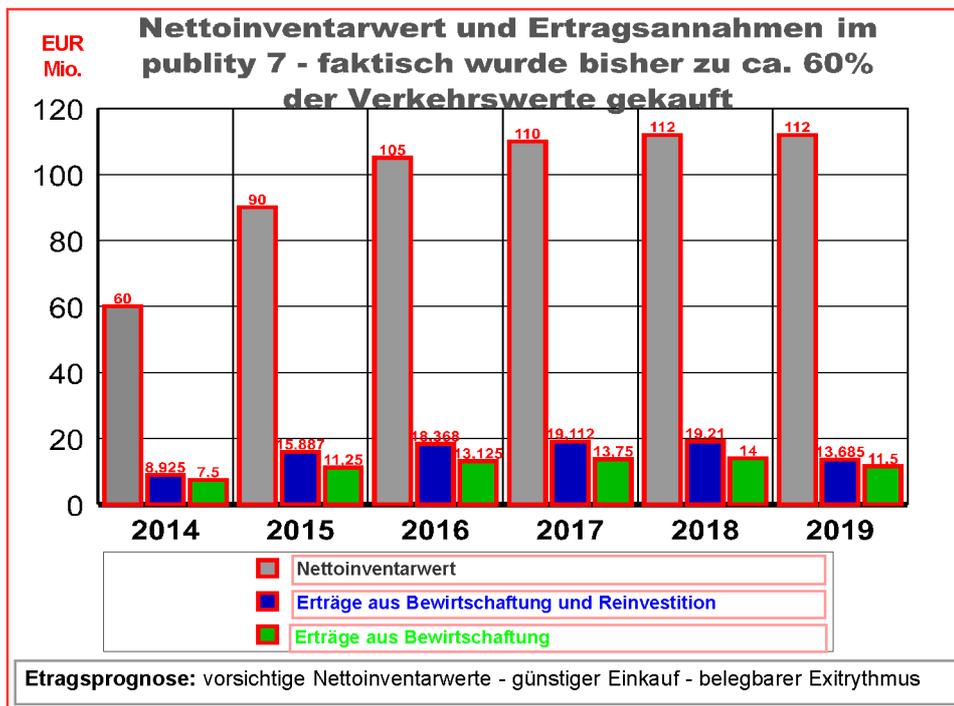
Das gilt auch für die Prämisse, dass zum 8-fachen gekauft und zum 11-13fachen verkauft wird. Für die Plausibilität dieser Annahmen liegen aus der bisherigen Vergangenheitsperformance ausreichend belastbare Anhaltspunkte vor. Einkaufsfaktoren wurden als Investitionskriterium nicht festgeschrieben, da auch ein Kauf zum 12-fachen möglich sein soll, der bei Aussicht eines Verkaufs zum 14-16-fachen ein vergleichbares Ergebnis liefern kann. BaFin und Verwahrstelle haben diese Flexibilisierung der Anlagekriterien gebilligt und für prüfbar erklärt.

## Externer Bewerter prüft Anlageeignung der Assets

Im Zweifel wird die Verwahrstelle einen externen Gutachter mit der Klärung der Frage beauftragen, ob mit dem in Frage stehenden Objekt die "Erzielung der prognostizierten Erlöse wahrscheinlich ist" (Prospekt S. 69). Ein professionell angemessenes Verfahren. Die bis zu 300 Seiten starken CMS-Immobiliengutachten liefern ausreichend Anhaltspunkte dafür, ob die "Marktwerte" der zu erwerbenden Immobilien die kalkulierten Exitbedingungen erfüllen. Die Annahme einer durchschnittlichen Haltedauer von 14 Monaten erscheint vor dem Hintergrund der aktuellen Trade Sales ebenfalls nicht abwegig. In der Prognoserechnung Kapital 14.2.1 werden die durch Reinvestition erzielbaren Verkaufserlöse mit 14,88 % (2014) bis 17,65 % (2015) angesetzt. Auch hier liegen die tatsächlichen Exits deutlich darüber. Durch die schrittweise jährlichen Kapitalerhöhungen durch Verkaufserlöse aus Reinvestitionen steigt der Nettoinventarwert von durchschnittlich anfänglich EUR 60 Mio. (2014) auf durchschnittlich EUR 112 Mio. (2019). Die Gesamtausschüttungsrendite von 150 % soll dann abschließend durch den Exit des Immobilienportfolios im letzten Exitjahr 2019 erzielt werden.

## Analyse der laufenden Kosten - Managementfee im Vergleich

Bei der Analyse der Kosten ist zu beachten, dass die Orientierung am Nettoinventarwert die Besonderheit mit sich bringt, dass ein realistischerweise anfänglich niedrig angesetzter durchschnittlicher Nettoinventarwert entsprechend niedrigere, der angewachsene höhere durchschnittliche Nettoinventarwert höhere Kostenpositionen auslöst. Zu beachten ist, dass z. B. eine 2



# I - CHECK - ANALYSE

%-ige Managementfee bezogen auf den Nettoinventarwert eine eher überschaubare Position darstellt vor dem Hintergrund eines notwendigerweise sehr aktiven Immobilienmanagements. Zum Vergleich: Die Kostenstruktur eines "Klassikers" wie z. B. der DWS Access Wohnen 2, von 2010 (Laufzeit 12 Jahre) weist laufende Managementfees für "Reinvestitionen" von 1,5 % der Nettoankaufpreise zuzüglich einer Fremdkapitalvermittlungsgebühr von 2 % des jeweiligen Kreditbetrages aus (je teurer angekauft wird, je höher die Gebühr, 50 % der Reinvestitionen sollen aus Fremdkapital finanziert werden). Hinzu kommen eine jährliche Managementverwaltungsfee von 5 % der Mieteinnahmen und einer "Property-Managementfee für Verkäufe von 4 % der Mieteinnahmen". Zusammen errechnen sich anfänglich laufende Kosten von ca. 2,13 Mio. p. a. bei anfänglichen Anschaffungskosten von ca. EUR 53 Mio. = 4 % bezogen auf den (anfänglich geschätzten) "Nettoinventarwert" allein für das Management. Bezogen auf die gesamte Laufzeit errechnen sich für den Vergleichsfonds ca. 48 % (vereinfacht hochgerechnet für 12 Jahre), während für pubilty 7 kumuliert 10 % vom Nettoinventarwert als Managementfee anfallen (5 Jahre). Dieser Vergleich soll zeigen, dass ein klassischer Beteiligungsfonds (mit Reinvestition!) keineswegs günstiger kalkuliert! Im Gegenteil. Die sonstigen, objektbezogenen Kosten sind vergleichsweise ähnlich.

## Hohe Qualität der Bewertungsgutachten

CHECK konnte einen Eindruck von der Qualität der Erstbewertungsimmobiliengutachten gewinnen. Deren Professionalität (CMS Hasche Sigle Gutachten) überragt im Preis-Leistungsvergleich andere, vermeintlich günstigere Gutachter. Das ermittelte Wertschöpfungspotenzial zum Markt konnte durch das pubilty Asset-Management punktgenau realisiert werden.

## Kaufmännische Vorsicht

Wird der Nettoinventarwert kalkulatorisch "ausgereizt", würde eine höhere Managementfee bei Ansatz einer prozentualen Berechnung entstehen (2 %). Der Vorteil, dass die Managementfees variabel und nicht fix am Platzierungsvolumen festgemacht werden (und damit erfolgsabhängig), würde relativiert. Genau

dieser Versuchung widersteht die Prognoserechnung. Sie setzt den durchschnittlichen jährlichen Nettoinventarwert niedrig an. Für 2014 mit EUR 60 Mio. obwohl bis Jahresende bis zu EUR 87 Mio. investiert sein könnten. Doch die durchschnittlichen, per Monatsende ermittelten Vermögenswerte ergeben im Jahresdurchschnitt ca. EUR 60 Mio., der Nettoinventarwert für dieses Jahr (und nicht EUR 87 Mio.!). Denn im Jahresverlauf fangen die Werte niedriger an und steigen erst Zug um Zug gegen Jahresende. Für die Folgejahre gilt: erst die Reinvestition lässt den Anfangswert Zug um Zug wachsen (für 2016 z. B. auf EUR 105 Mio.). Da das Immobilien-Ankauf und -Verwertungsgeschäft ein ständiger und dynamischer Prozess ist, benötigt die KVG ausreichend Reserven, um das Miet-, Sanierungs-, und Verwertungsmanagement professionell steuern zu können (ca. EUR 3 Mio. p. a.). Das müssen die laufenden Gebühren abdecken, die sich z. B. bei einem "Halten und Verwalten"-Objekt-Fonds auf ein Jahrzehnt und länger verteilen. Bei die-

## AIF-Muster-Kostenrechnung

\* Anfangskosten des publity 7 bei Platzierung von EUR 100 Mio:

-EUR 87 Mio. Immobilienerwerb  
-EUR 79 Mio. Kaufpreise  
-EUR 8 Mio. Nebenkosten.

Bei  
-EUR 79 Mio. Anschaffung für 10 Immobilien (Durchschnittswert: -EUR 7,9 Mio.) ergeben sich:

Durchschnittliche Nebenkosten pro Objekt (tatsächliche Höhe kann abweichen): in TEUR

Grundsteuer:	434,5
Makler:	200
Externe DD	25
Ext. technische. DD	19
Externe Legal DD	38
Notar, Grundb.	40
vergeblicher Ankäufe	43,5
<b>Nebenkosten gesamt</b>	<b>800</b>

Eine realistisch transparente, sachgerecht nachvollziehbare Rechnung. Zu kalkulieren sind ferner die laufenden Bewertungskosten (Bestimmung des Nettoinventarwerts). Diese werden durch die Fees der KVG (pubilty Performance GmbH) gedeckt.

## AIF-Muster-Bewertungskosten

Pro Objekt erreichen die Bewertungskosten: IN TEUR

Erstbewertung Objekt	44
10 Objekte	440
Folgebewertung p.a.	8
10 mal Folgebewertung p.a	80
<b>Bewertungskosten gesamt</b>	<b>525</b>
= 0,5 % vom Nettoinventarwert	

sem "Kurzläufer" wird jedoch in wesentlich kürzerer Zeit eine ungleich höhere, laufende Managementleistung erbracht.

## Geschäftsmodell stimmig - extern gecheckt

Dass diese Kosten plus Ausschüttungen und Totalgewinn tatsächlich verdient werden, zeigt die Plausibilität des Geschäftsmodells, das die BaFin nicht nur auf formale Stimmigkeit geprüft hat. Dazu gehören: die Sicherstellung der organisatorischen Anforderungen (vollständige Dokumentation, laufende Kontrollen, die interne Revision, die laufende Überprüfung der Einhaltung der Anlagebedingungen, die Konzeption und Veröffentlichung der Fondsgesellschaft, die Vertriebsschulungen sowie Vertriebsveranstaltungen, die Buchhaltung auf jeder Ebene der Fondsgesellschaft. Die KVG hat sich so zu organisieren, dass sie "auf Knopfdruck" zu jedem Zeitpunkt die aktuelle Liquidität, den Nettoinventarwert sowie immobilienwirtschaftliche Daten für jedes Objekt und jeden Fonds, sowie die Liquidität jedes Anlegerkontos bestimmen kann. Diese Bedingungen kann pubilty 7 erfüllen. Dafür sorgen auskunftsgemäß 7 qualifizierte publity-Mitarbeiter.

## Mindest-Deckungsbeiträge für fixe KVG-Kosten - Ausschüttungen

Wenn für pubilty 7 das Mindestzeichnungsvolumen von EUR 10 Mio. erreicht ist, ist auskunftsgemäß ein ausreichender Sockel zur Deckung der Fixkosten und Zahlung der prognostizierten Rendite gegeben. Das Risiko einer Minderplatzierung wird durch eine partielle Platzierungsgarantie abgedeckt. Demnach gleicht die Komplementärin bis zu EUR 2,5 Mio. aus, um entstandene Kosten bei einer möglichen Rückabwicklung durch eine mögliche Minderplatzierung zu minimieren. Während die Beteiligung an pubilty 6 sofort laufende Ausschüttungen vorsieht, setzen diese für publi-

# I - CHECK - ANALYSE

ty 7 erst nach 2 Laufzeitjahren ein. In dieser Zeit muss der Kapitalstock für pubilty 7 ungeschmälert dynamisch aufgebaut werden (= höhere Sicherheit). Da der pubilty 7 auf Leverage durch Fremdkapital (im Unterschied zum pubilty 6 mit 50 % FK) vollständig verzichtet, kann das (Re-)Investitionsvolumen nur durch EK (=höhere Sicherheit) und Wiederanlage der Erlöse aufgebaut werden.

## Zur Plausibilität der Perspektive des pubilty Geschäftsmodells

Das junge pubilty-Immobilienhandelsystem hat sich solide und belastbar aus dem NPL-Geschäft emanzipiert. Die laufenden, teilweise durch CHECK eingesehenen Transaktionen belegen es. Kauf- und Verkaufsverträge, Haltedauer und anteilige Kosten zeigen, dass der Deal-Flow aus finanziell notleidenden aber immobilienwirtschaftlich gut aufgestellten Objekten (Standort, Vermietungsquote, Instandhaltung, Gebäudezustand) professionell verwertet werden kann. Die Sorgfalt der Objekt-Due-Diligence hat die pubilty-Manager bisher davor bewahrt, Objekte zu verwalten zu müssen, die durch Instandhaltungen und/oder Unvermietbarkeit wie Blei in den Büchern liegen.

## Teamegeist und flexibles Führungsmanagement

Zum pubilty-Führungsteam gehören Thomas Olek (Vorstandsvorsitzender und Hauptgesellschafter), RA Frank Schneider (Aufsichtsratsvorsitzen-

der pubilty AG), weitere Aufsichtsräte Thomas Backs und RA Paul Löw (seit 06.05.2014), RA Christoph Blacha (Fondsmangement/Risikomanagement), Fredrik Mehltz, Fondsmangement (Finance), Stanley Bronisz (Fondsmangement Institutional Investors), Peter Maurer (Leiter Risikomanagement der designierten KVG, pubilty Performance GmbH), Mario Liebetrau (Vertriebskoordination -steuerung, WP Joachim Hürter (Aufsichtsrat der pubilty Performance GmbH, KVG), zusammen mit WP Partnern Wolfgang Failard (Kanzlei Halft/Lohmar/Feillard/Hürter) und Dipl. Ök. Mario Linkies. Unter der flexibel kollegialen Führung von Thomas Olek und seinem Führungsmanagement hat sich ein schlagkräftig effizientes Initiator-Finanzdienstleistungsunternehmen entwickelt, dass bereits im unregulierten Markt mit vorbildlicher Performance und vorausseilender Transparenz bei der Nachvollziehbarkeit eines schwierig zu durchschauenden Geschäftsmodells Maßstäbe gesetzt hat.

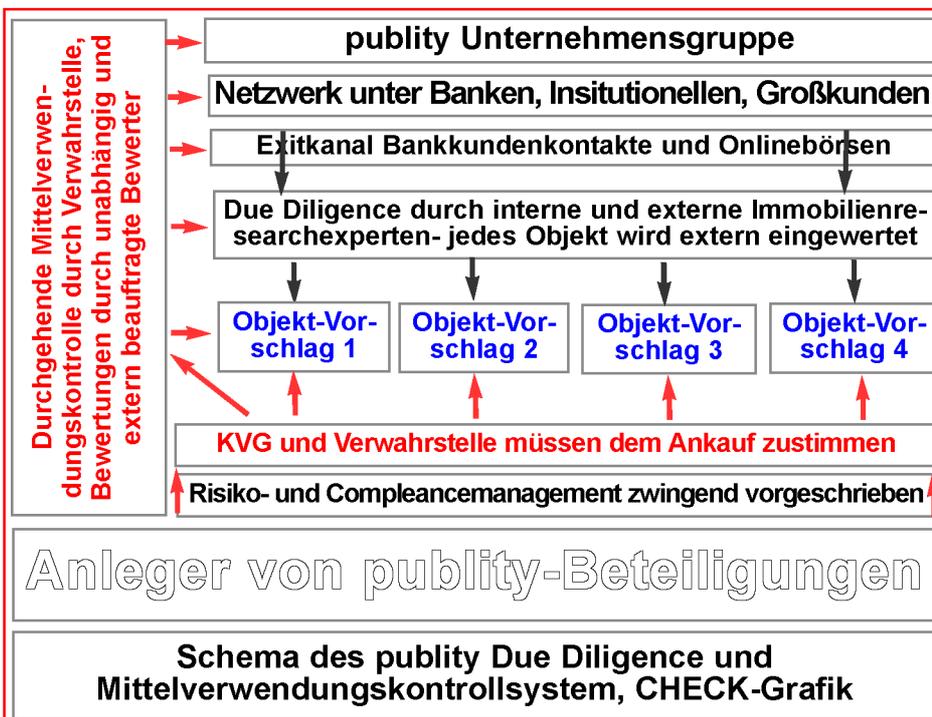
## Steilvorlage für institutionelle Investoren

Dieser Stil hat sich inzwischen nicht nur im regulierten AIF-Markt für Publikumsfonds etabliert. Inzwischen wurde für die Betreuung institutioneller pubilty- Kunden Dr. Serge Santos bestellt (u. a. 5 Jahre Projektleiter bei Boston Consulting Group), der seit Januar 2014 das Londoner pubilty-Büro leitet. Auch

unter institutionellen Investoren erfüllt pubilty mehr als die erforderlichen Mindestanforderungen, um das Vertrauen der Vorstände und Großinvestoren und nicht zuletzt der BaFin zu rechtfertigen. Auf den operativen und den administrativen Ebenen der AIF-Fonds und der KVG wurden durchgehend externe, unabhängige Controller und eine kompetente Verwahrstelle eingesetzt, wie es das KAGB verlangt. (Gegenseitige) Kontrolle ist auch im täglichen Umgang im Tagesgeschäft selbstverständliche Gepflogenheit. Die konzentrierte Arbeitsatmosphäre in der Leipziger Zentrale ist von einem respektvoll sozialen, kooperativen Umgang geprägt. Die Entscheidungswege sind hierarchiefrei kurz und transparent (Einblick durch mehrere CHECK-Inspektionen vor Ort). **CHECK-Management-Qualität: 1,25**

## Beteiligungsangebot in der regulierten Fondswelt des pubilty 7

Anleger können sich als Kommanditisten über die Verwaltungstreuhand-Kommanditistin HF Treuhand GmbH, Köln (Gründungskommanditistin), an der pubilty Performance Fonds Nr. 7 Investment GmbH & Co. KG, (einer BaFin-kontrollierten, geschlossenen Investment KG) ab EUR 10.000 zzgl. 5 % Agio als Treugeber beteiligen. Ab 31.12.2016 ist der Treugeber erstmals berechtigt, sich auf eigene Kosten direkt ins Handelsregister eintragen zu lassen und übernimmt damit seine Kommanditeinlage auch im Außenverhältnis. Persönlich haftende Komplementärin ist die pubilty Emissionshaus GmbH. Mit Annahme des Gesellschaftsvertrages stimmt der Anleger gleichzeitig zu, dass die Verwaltung des Fonds, an dem er sich beteiligt, auf die externe Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) übergeht. Diese KVG ist der BaFin mit den beiden pflichtgemäß amtierenden Managern für die anfallenden Risiken (erfahrener Risikomanager) und des Wohlverhaltens des eigenen Managements und der Vertragspartner (kompetenter Compliance-Manager) verpflichtet und stellt neben der zwingend zu installierenden externen Mittelverwendungskontrolle (Verwahrstelle) und des zu berufenden externen Bewerter (diese Anforderungen hat das pubilty-Management mit hoher Professionalitätsstufe erfüllt) gegenüber allen bisher existierenden Beteiligungsformen im Segment



# I - CHECK - ANALYSE

geschlossener Fonds die bestmögliche Form der Management- und Risikokontrolle dar (Zum Abschied vom grauen Kapitalmarkt, siehe dazu auch die ausführliche AIF-Einführungs-CHECK-Audit-Analyse zum publicity 7: "Beteiligungsverkauf mit Sicherheitsgurt, Zur Plausibilität des Publyty Performance Fonds Nr. 7" vom 10.04.2014). Die geplante Laufzeit soll am 31.12.2019 beendet sein, inkl. Platzierungsjahr = 6 Jahre. Es sei denn die Gesellschafter beschließen etwas anderes. Z. B. könnte die Mehrheit der Gesellschafter beschließen, die Gesellschaft fortzuführen und weitere Immobilieninvestitionen zu tätigen. Das Anlegerergebnis wird mit einer Rendite von ca. 8 % p. a. vor Steuern in Aussicht gestellt.

## Spezielle Anlegerrechte Recht auf vollständige, regelmäßige Information

Obwohl ein Anlegerbeirat nicht vorgesehen ist, könnte dieser durch einen Beschluss der Gesellschafterversammlung installiert werden (Antrag durch Mindestquote von mindestens 10 % der stimmberechtigten Gesellschafter). Die Pflicht zur ständigen Information der Anleger - und das Recht, diese einzufordern (z. B. zur Steuerung der Risiken) - hat die Fondsverwaltung während der gesamten Laufzeit (Prospekt S. 98). Diese Pflicht überprüfen BaFin und die Verwahrstelle. Die Nichterfüllung zieht unmittelbar Sanktionen nach sich. publicity hat ihre Informationspflichten bisher auch dann umfassend erfüllt, wenn dies nicht ausdrücklich gefordert war. Bei der differenzierten Regelung für Maßnahmen zur Beherrschung von Interessenkonflikten sollten die Anleger Aufklärung von dem dafür zuständigen Compliance-Officer einfordern. Der die Aufklärungspflichten regelnde Compliance-Vertrag wurde CHECK gegenüber als "vertraulich" eingestuft. Unseres Erachtens haben die Investoren jedoch einen Anspruch darauf, Aufschluss über die möglichen Interessenkonflikte und das Beherrschungscontrolling dieses Interessenkonfliktpotenzials zu erfahren. Im Prospekt S. 99 wird auf die "Umstände und Beziehungen, aus denen sich Interessenkonflikte ergeben können..", zum Beispiel "aufgrund enger Verbindungen zwischen den einzelnen Beteiligten der zu erbringenden Dienstleistungen" ausdrücklich hingewiesen.

## Zweck der Gesellschaft -

### CHECK-RATINGBERICHT

Das CHECK-Bewertungsranking von AIF-Beteiligungsangeboten orientiert sich an der **Produktqualität vergleichbarer Angebote aus den Angeboten geschlossener Fonds. Die Orientierung am Nettoinventarwert und der externen Bewertung** schränkt die Vergleichbarkeit jedoch ein. Die meisten Wettbewerber haben diese Hürde noch nicht bewältigt. Es liegen bis auf eine Ausnahme faktisch keine KAGB-konformen Publikumsangebote vor. Daher kann eine vergleichende Einstufung nur mit Vorbehalt mit Schwerpunkt auf das **Erfolgspotenzial des Geschäftsmodells** vorgenommen werden. Der Fonds-Eignung des Geschäftsmodells kommt insbesondere unter dem KAGB besondere Bedeutung zu. Sie ist die ausschlaggebende Rechtfertigung für den Investor, die Risiken der Beteiligung einzugehen. Das **Geschäftsmodell muss plausibel beweisen**, dass über die angemessenen Kosten hinaus eine **risikoangemessene Rendite** erwirtschaftet werden kann (daher auch das Erfordernis einer kundenorientierten **Plausibilitätsprüfung** durch die Vermittler). Das **Geschäftsmodell** ist die Rechtfertigung, das Investoreninteresse zu begründen, das Investmentrisiko einzugehen (Wertung 1). Da das Geschäftsmodell nicht abstrakt als theoretische Spieltheorie bewertet werden kann, um Aufschluss über sein reales Erfolgspotenzial geben zu können, müssen die hauptverantwortlichen Manager und deren **Performance** zu dem Geschäftsmodell "passen" (Wertung 2). Von gleichhoher Bedeutung ist die Vernetzung im Markt, dessen Mangel bei isoliert guter Managementqualität und eines theoretisch plausiblen Geschäftsmodells zum Scheitern des Projekts führen kann (Wertung 3). Da der Fondserfolg durch eine **Teamleistung** aus einer Gruppe eng kooperierender Managern abgebildet wird, kann der Fonds auch durch Streuverluste bei Verwaltung und **Risikomanagement** scheitern. Daher das Gewicht auf ein vorausschauendes Team- und Risikomanagement (Wertung 4). Die Risikowertung ergibt sich aus der Gewichtung der Einzelrisiken und der "Puffer" (z. B. durch Einkaufsvorteile, **Verzicht auf Fremdfinanzierung**, gut getaktete Exitkonzepte) - Potenziale im Hinblick auf die **Marktanpassungsfähigkeit** (Wertung 5). Die **Renditewertung** ist eine Rechengröße aus dem traditionellen CHECK-Wertungssystem seit 1997, dass sich an der Wertung 2 = 10 % p. a. orientiert (allerdings nunmehr vor Steuern, weitere Rechenbeispiele: 9 % = 2,1, 8 % = 2,2, 7 % = 2,3 zuzüglich Zwischenwertungen). Sollten die CHECK-Analyse-Erkenntnisse eine Aufwertung oder Abstufung der Prospektkalkulation erforderlich machen, errechnen wir eine **Renditeprognose nach eigenen Prämissen**. Die **Gesamtwertung** ergibt sich aus dem arithmetischen Mittel der 6 Teilbewertungen (Wertung 7).

## Anlagebedingungen

Zweck der Gesellschaft ist der Erwerb, die Bewirtschaftung und (kurzfristige) Veräußerung von Immobilien. Dabei ist die Gesellschaft an die BaFin-geprüften und genehmigten Anlagebedingungen gebunden (bisheriger Begriff = Investitionskriterien, Prospekt S. 115 und 118). Die entscheidende publicity 7-Investitionsvoraussetzung ist die Vorgabe, zu 90 % des Marktwertes" zu kaufen. Da der "Marktwert" sowohl das 8-fache als auch das 12-fache der Nettojahresmiete darstellen kann, wurde eine konkretere Eingrenzung nicht vorgenommen. Allerdings muss die Investition auf Basis eines (extern zu erstellenden) professionellen Bewertungsgutachtens geeignet sein, die Anlageziele zu erreichen. Dies steht zwar nicht ausdrücklich in den "Anlagebedingungen" (Seite 115 Prospekt), ergibt sich jedoch konkludent aus den Vorgaben, eine "indikative Kostenschätzung und eine Wirtschaftlichkeitsfeststellung" zu ermöglichen. Da diese Wirtschaftlichkeitsfeststellung nur im Zusammenhang der Erreichung der Anlageziele Sinn ergibt, besteht aus CHECK-Sicht die Pflicht, so einzukaufen (wie in der jüngsten Vergangenheit mehrfach bewiesen), dass prognostizierte Auszahlungen von 150 % der Einlage auch erreicht werden können. Faktisch bedeutet dies, dass gemäß Prognoserechnung durchschnittlich zum 8-fachen gekauft und zum 11-12-fachen verkauft wird, unabhängig davon, ob der "Marktwert" faktisch 40 % oder 20 % unter dem Verkehrswert liegt. In der Regel bedeutet bei publicity "Marktwert" bisher der Preis, der z.B. für ein Büroobjekt bei 40 % Leerstand und einer geplatzten Bankfinanzierung tatsächlich gezahlt wurde (im Einzelfall bis zu 70 % unter Verkehrswert).

## Finanzierung, Investition, Prognose

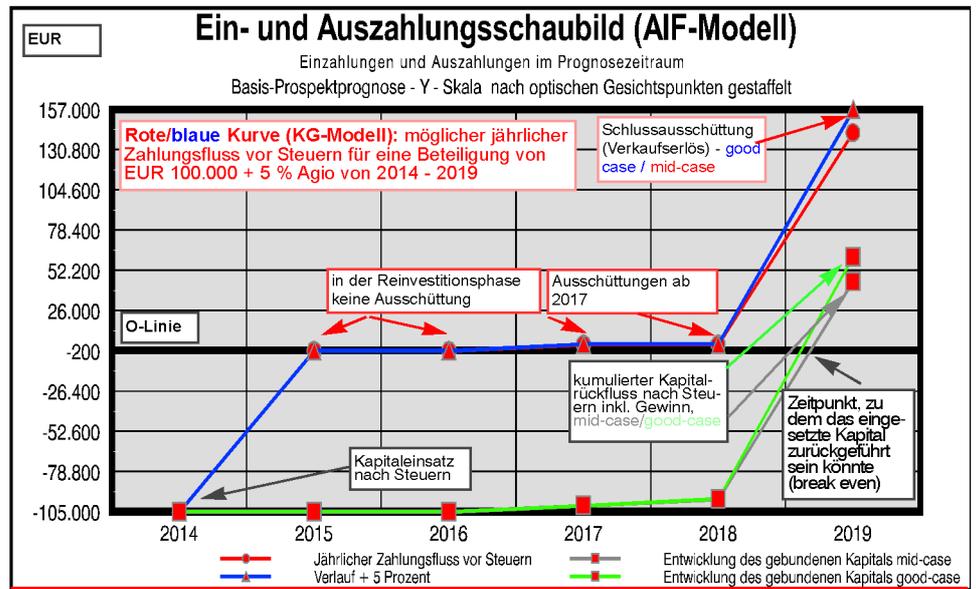
Geplant ist ein Emissionsvolumen von EUR 100 Mio., vollständig finanziert durch Kommanditeinlagen, exkl. 5 % Agio. Bei Platzierung von EUR 100 Mio. werden 82,86 % des Platzierungsvolumens für Kaufpreise der Immobilien eingesetzt. Durch Reinvestition soll der anfänglich um die Weichkosten reduzierte Kapitalstock sukzessive von durchschnittlich EUR 60 Mio. Nettoinventarwert 2014 auf EUR 112 Mio. Nettoinventarwert 2019 aufgebaut werden. Ab 2017 sollen an die Anleger jährlich 4

# I - CHECK - CHART

% Ausschüttungen fließen, im Auflösungsjahr 2019 weitere 142 % der Einlage (zuzüglich Frühzeichnerbonus). Die übrigen Kosten sind Nebenkosten der Initialphase des Fonds (Vertrieb, Konzeption, Marketing, KVG, Analysen). Die Erträge aus der Bewirtschaftung und den Verkäufen erreichen kumuliert für die gesamte Laufzeit ca. EUR 95 Mio. Das sind, jeweils bezogen auf den Nettoinventarwert, zwischen 14,88 % und 17,38 % jährlich. Diese Renditen sind nur im Opportunity-Geschäft möglich. Tatsächlich wurden diese und deutlich höhere Ergebnisse durch publicity mehrfach erreicht. Preisbegünstigend kommt zurzeit der Nachfragüberhang nach gut verwalteten Immobilien/Immobilienpaketen hinzu. Die Online-Börse-Transaktions-Statistik über die letzten 13 Jahre zeigt, dass der langjährige Nachfrageüberhang durchschnittlich bei ca. 2,5 bis 3 % des Angebots liegt. In abklingenden Märkten (wie Anfang 2000 und 2009-2011) müssen diese Spreads über höhere Discounts beim Einkauf erzielt werden. Schlägt dies fehl, müssen die Immobilien gehalten und verwaltet werden, bis bessere Exitkonditionen genutzt werden können (wie z. B. bei einem Opportunity-Immobilienfonds zwischen 2008 und 2012). Dies ist bisher bei nicht fremdfinanzierten Opportunity-Investitionen mit einem Miet-Cash-Flow von ca. 10 % p. a. trotz durchschnittlich jährlich hoher Kosten für Verwaltung und Objektmanagement von 3,5 % bis 6 % p. a. (bezogen auf den Nettoinventarwert) ohne Kapitalverlust (und "flankierende Fremdfinanzierung") möglich gewesen. CHECK-Risikowertung: 1,35

## Zur Renditekalkulation

Beispielhaft errechnet sich nach der prospektierten Standardprognoserechnung (Prospekt S. 90) bei 6-jähriger Kapitalbindung eine Vorsteuerrendite (ohne Frühzeichnerbonus und Agio) von 8,33 % p. a. Zieht man die Steuern (42 % inkl. Soli) ab, werden inkl. Agio 5,5 % p. a. erzielt. Bei positiver Abweichungsvariante von vorsichtigen 5 % Überschreitung der Planwerte fällt die Vorsteuerrendite mit durchschnittlich knapp 8,7 % p. a. auf 6 Jahre moderat höher aus. Bei Überschreitung von ca. 10 % der Planwerte, das halten wir für wahrscheinlich, könnten ca.



10 % p.a. erzielt werden (Basis der CHECK-Renditewertung). Beispielrenditeverlauf, siehe CHECK-CHART.

## CHECK-Renditeeinstufung: 2

### Verteilung der Mehrerlöse

Im Gesellschaftsvertrag der Fondsgesellschaft ist vereinbart worden, dass die von dem AIF erwirtschafteten Mehrerlöse in Höhe von 50 % an die Anleger ausgeschüttet werden und in Höhe von 50 % zunächst der publicity Performance GmbH (der KVG) zustehen. Die KVG ist berechtigt, ihren Anteil der Mehrerlöse an die publicity Vertriebs GmbH weiterzuleiten, welche sodann Beträge in Höhe von jeweils bis zu 2 % der Summe der absoluten Mehrerlöse pro Vertriebspartner als Vertriebsprovision an diese nach eigenem Ermessen weiterreichen kann. Die Summe der an die zukünftige Kapitalverwaltungsgesellschaft potenziell auszuschüttenden Mehrerlöse ist der Höhe nach jedoch begrenzt auf 5 % des durchschnittlichen Nettoinventarwertes des AIF, bezogen auf die gesamte Fondslaufzeit. Überschreitet der verbleibende Restbetrag die 5 %, fließen alle übrigen Ergebnisse den Investoren zu.

### Anreize für Vermittler

Beispiel: es entsteht ein Mehrerlös von 50 % des durchschnittlichen Nettoinventarwertes nach Abzug der Rückzahlung der Einlage der Investoren und der ihnen vorab zuste-

henden Hurdle-Rate von 8 %. Maximal 5 % des durchschnittlichen Nettoinventarwertes fallen davon der KVG zu (BaFin-Vorgabe). Von den 45 % dürfen 2 % an die Vermittler verteilt werden. Der Rest steht den Anlegern zu. Die publicity Vertriebs GmbH gewährt Vermittlern ab einer bestimmten Umsatzhöhe pro Kopf daher bis bis zu 2 % Sondervergütungsprämie. Hintergrund der Begrenzung auf 5 % des durchschnittlichen Nettoinventarwertes für die KVG: die BaFin möchte nicht, dass die Assetmanager (zu) hohe Risiken eingehen, um ihren Anteil am Gesamterlös überproportional zu steigern.

## Fazit

Der erste in und für Deutschland genehmigte Publikums-AIF ist ein Vorzeigebeteiligungsangebot für den geregelten Beteiligungsmarkt. Das publicity-Geschäftsmodell vereint auch in der an den Immobilienhandel angepassten Ausrichtung alle Voraussetzungen, die gesteckten Anlageziele im Sinne der Investoren zu erreichen. Der avisierte Reinvestitionsrhythmus ist aus den zurückliegenden Handelserfahrungen insgesamt plausibel nachvollziehbar und rechtfertigt die mögliche Annahme, dass die grundsätzlich angemessen kalkulierten Anlageziele übertroffen werden könnten.

**CHECK-Gesamtwertung: 1,37**

**Kontakt zu dem Anbieter:**  
 publicity AG Landsteinerstraße 6, 04103 Leipzig.  
 Tel: 0341/261787-13, Fax: 0341/261787-31,  
 info@publicity-performance.de

Seite -12-