

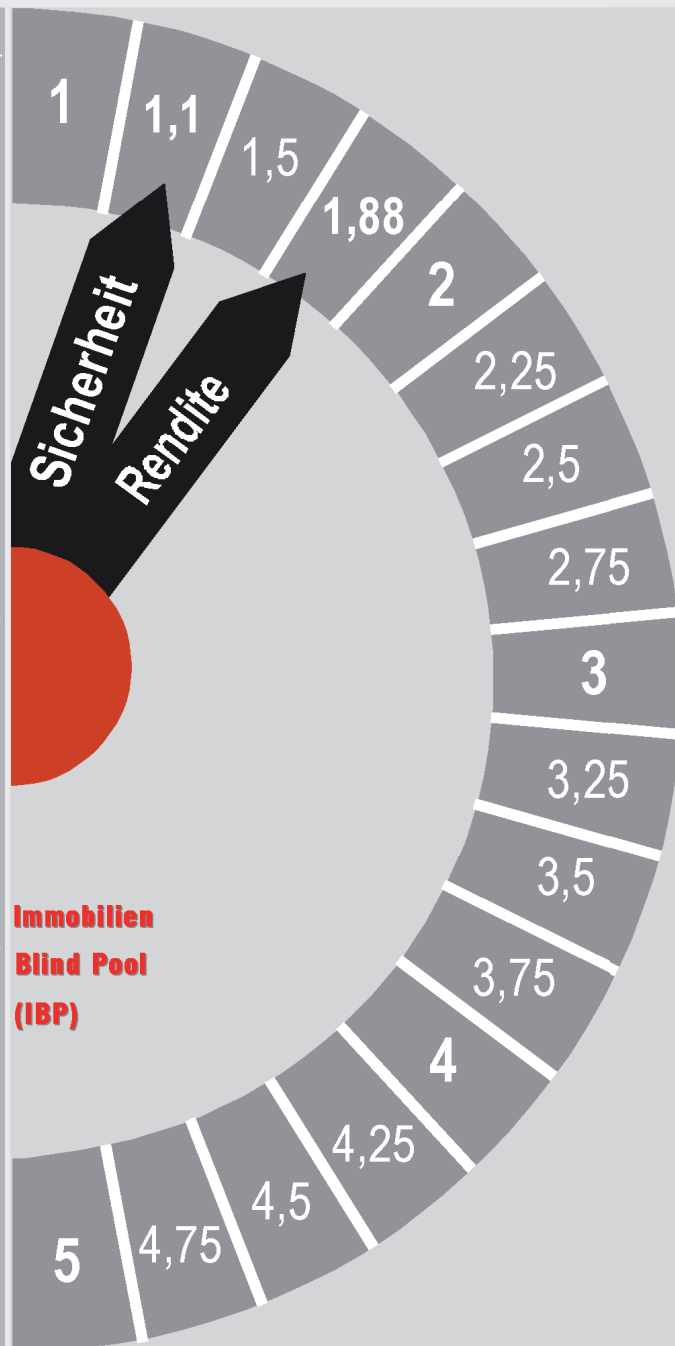
# UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

## Ratings geschlossener Fonds

### Zum CHECK-Wertungssystem

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

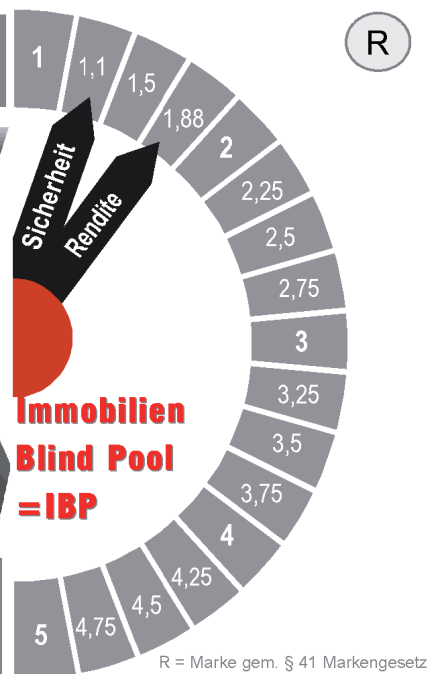


**ZBI Zentral Boden Immobilien GmbH & Co.  
Sechste Professional Immobilien Holding KG**

FONDS-TEST Nr. 16/10

12. Juli 2010

# CHECK



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

## ZBI 6 Opportunity Deutschland

### Präambel zum ZBI 6

Die ZBI AG (Zentral Boden Immobilien AG) hat in ca. 5 Jahren - federführend mit ihrem Hauptgesellschafter und Aufsichtsratsvorsitzenden Peter Groner und einem engagierten, erweiterten Management-Team Maßstäbe in der Immobilienfondsszene gesetzt. In Kooperation mit hochmotivierten Immobilienfachleuten und erfahrenen Finanzdienstleistern wurde erstmals gezeigt, dass in der Immobilienwirtschaft - ohne Projektentwicklungsrisiko - beachtliche Renditen zwischen ca. 12 % und 16,7 % p.a. mit kurzen Anlage-dauern möglich sind. Opportunistische Einkaufspreise aus Sondersituationen in Verbindung mit Wertverbesserungsmaßnahmen in der Substanz der Immobilie, durch Steigerung der Effizienz in der Verwaltung sowie und durch Arrondierung von Objektpaketen führten zu einem verbesserten Miet-Cash-Flow und damit zu einer höheren Exitrendite beim Verkauf. In Abgrenzung zu klassischen Immobilienfondskonzepten wie "Halten und Verwalten", konnten in ca. 10-20 Monaten operative Ergebnisse erzielt werden, wozu Immobilienbeteiligungen traditioneller Prägung durchschnittlich ca. 18,6 Jahre benötigen und nur in Ausnahmefällen eine vergleichbare Jahresrendite erwirtschafteten (siehe dazu die CHECK-Research-Studie: Immobilienfonds versus Opportunityfonds 2007/2008). ZBI ist Vorreiter opportunistischer Beteiligungsanbieter. Als einziger KG-Emissionär kann ZBI eine überdurchschnittlich erfolgreiche Exit-Transaktion in einer Größenordnung von ca. EUR 465 Mio vorweisen.

### ZBI-Profil: Kunde-zuerst-Prinzip

Die ZBI-Manager haben bewiesen, dass das marginträchtige Immobilienhandels- und Value-Added-Geschäft kein Exklusivsektor internationaler Immobilienhandelskonzerne ist, die im Erfolgsfalle die hohen Gewinnmargen unter sich aufteilen. Das ZBI-"Kunde-zuerst"-Prinzip vereint einen fairen Risikoausgleich zwischen externen Kleininvestoren mit dem Gewinnanspruch des operativen Managers. Erst wenn der Anleger seinen Einsatz inkl. Agio und 7,5% p.a. ab 2012 erhalten hat, wird 50 % zu 50 % geteilt. Dieses System gelingt, weil 1) das ZBI-Management über exzellente Kontakte zu den Gläubigerbanken zahlungsschwacher Immobilienschuldner verfügt, 2) ZBI das Standing und die Glaubwürdigkeit unter den einschlägigen Immobilienbanken als handlungsfähiger Partner besitzt (20 Jahre erfolgreiche M&A-Immobilien-transaktionsperformance), 3) ZBI bei einer image-schonenden Bilanzbereinigung der Kreditinstitute effizient (d.h. eigenkapitalstark) und zügig helfen kann, 4) ZBI über geschultes Personal mit jahrzehntelangen Erfahrungen in der professionellen Immobilienverwaltung verfügt, 5) es ZBI nachhaltig gelingt, Ob-

jekte aus lukrativen Sondersituationen zu erkennen und als professioneller Geschäftspartner im Sinne der Verkäufer zügig zu bezahlen. Die Glaubwürdigkeit dieses für die klassische Immobilienwirtschaft ungewöhnlichen Risikoausgleichskonzepts zugunsten von Retailanlegern mit kleinen Anlagesummen hat den Initiatoren in wenigen Jahren Eigenkapitaleinzahlungen von kumuliert ca. EUR 350 Mio. eingebracht.






### Neues ZBI-Management

Während die Konzeption der ZBI-Fonds bis Ende 2009 von der Exklusivkonzeptionärin "PI Analyse & Research GmbH & Co. KG", Röthenbach a.d. Pegnitz, vollzogen wurde, ist dieser Bereich zusammen mit der Verwaltung der ZBI-Fonds seit Jahresbeginn von der Abteilung Finanzen, Controlling und Fondsmanagement der ZBI-Gruppe unter der Leitung von Dr. Bernd Ital übernommen worden, der auch Geschäftsführer der ZBI Vertriebs GmbH ist. Dr. Ital war zuvor in leitender Position in der Chemieindustrie und im Versandhandel tätig. Für die Sanierung, Modernisierung, Objektverwaltung und Vermietung sowie das Asset Management ist seit 2009 Michael Weise verantwortlich, der die Immobilienabteilungen verschiedener Großbanken geleitet hatte, bevor er das Immobilienmanagement für die ZBI-Gruppe übernahm. Damit ist das Management für die Objektbetreuung aufgewertet und weiter professionalisiert worden. Die Objektbewertung, Objektqualifikation und Objektfinanzierung verantwortet Mark Münzing, der die Projektentwicklung der DaimlerChrysler-Großbaurepräsentanz am Potsdamer Platz in Berlin logistisch und immobilienwirtschaftlich geleitet und dann die Objektverwaltung übernommen hatte. Für das Sales-Management ist Klaus Fürstenberg verantwortlich, der ca. 20 Jahre für die Bereiche Immobilien, Finanzierung und Vertrieb unter anderem bei der Bayerischen Hypovereinsbank und der Deutschen Bank tätig war. Schließlich kümmert sich Dr. Hans-J. Huss, der IWF- und BMF-Erfahrung in die Gruppe einbringt, hauptverantwortlich um die internationale Immobilienfinanzierung sowie als Verwaltungsrat der SICAR Luxemburg um die Groß- und institutionellen Kunden. Insgesamt erbringen inzwischen 170 ZBI-Mitarbeiter eine nachhaltig erfolgreiche Research-, Verwaltungs- und Vermarktungsleistung.

### ZBI Vertriebskoordination

Der Bereich ZBI Vertriebskoordination ist verändert worden und steht unter neuer Führung. Die Vertriebsmanager Ralph Bullinger, Josef Paul Gass, Horst Hermann, Peter Mönies und deren Vertriebspartner stehen - wie teilweise auch schon für die ZBI-Vorgängerfonds - für das Vertriebsmanagement des

**Das CHECK-Ergebnis:**  
**Sicherheit: 1,1 (IBP)**  
**Renditechancen: 1,88 (IBP)**

-  **erfahrenes Immobilienmanagement mit erfolgreichem Leistungsprofil bei Akquisition, Vermietung und Verwertung von Wohn- und Gewerbeimmobilien**
-  **Immobilien-großtransaktion eindrucksvoll erfolgreich abgewickelt - Anlegerrenditen zwischen ca. 12 % - 16,7 %**
-  **Opportunitiy-Deal-Flow-Pipeline belegt ausgezeichneten Marktzugang, solide Bonität und immobilienwirtschaftlich überdurchschnittlich professionelle Entscheidungskompetenz**
-  **Verstärkung und Neuausrichtung des Managements hat zu geringeren Kosten und zur Absicherung der Managementressourcen geführt**
-  **Transparenz der Investitions- und Verkaufsentscheidungen sowie die Anlegermitentscheidungsbefugnisse sind Branchenvorbild - durchgehende Mittelverwendungskontrolle!**
-  **hohe Substanzquoten dank niedriger Einkaufsfaktoren ermöglichen überdurchschnittliche Renditen bei kurzen Verwertungslaufzeiten**

**GESAMT-NOTE:**  
**1,49 (IBP)**

# CHECK - ANALYSE

ZBI 6 ein (Geschäftsstellen Erlangen, München und Singen). Die ZBI-Vertriebsmanager Ralph Bullinger und Peter Mönius sind CHECK seit vielen Jahren als anlegerorientierte Produktvermittler persönlich gut bekannt. Sie achten besonders auf Transparenz, eine faire Gewinnverteilung und ein solides Controlling der von ihnen vermittelten Beteiligungsunternehmen. Gesteuert werden die Vertriebsaktivitäten von der neu gegründeten ZBI Vertriebs GmbH, die zugleich Geschäftsführerin und Komplementärin der ZBI Vertriebsmanagement GmbH & Co. KG ist. Wesentliche Anteile an der Vertriebsmanagement GmbH & Co. KG halten die ZBI Vertriebsmanager und 2% die ZBI AG.

## Neukonzeption der ZBI-Fonds

Ab ZBI 6 ist die ZBI-Fonds-Konzeption und -Verwaltung unter dem neuen Management umstrukturiert worden. Dadurch konnten Fondskosten eingespart und Entscheidungswege verkürzt werden. Unterschiedliche strategische Ausrichtungen haben zu der Trennung von PI geführt. In der Wirkung wurden Anlegerschutz, Mitentscheidungsumfang, durchgehende Mittelverwendungskontrolle erhalten und die Transparenz, z.B. durch Wegfall verschiedener Anlegertypen, gestärkt. Durch die Aufstockung der Managementressourcen konnte die Due Diligence für weitreichende operative und fondsstrategische Entscheidungen im eigenen Haus ausgebaut und das Risiko möglicher Fehlentscheidungen weiter gesenkt werden. Immobilienpakete von beispielsweise EUR 50 Mio. können im eigenen Hause in wenigen Wochen geprüft und genehmigungsfähige Finanzierungskonzepte mit Quoten von über 80 % kurzfristig auf die Beine gestellt werden (dieses Prozedere dauert bei institutionellen Käufern in der Regel mehrere Monate): ein entscheidender Vorteil im Wettbewerb um die besten Discounts beim Erwerb großvolumiger Immobilienpakete und damit um die höchsten Exitrenditen.

## ZBI-Performance

ZBI 1 und 2 (Platzierungsvolumen EUR 28,385 Mio. und EUR 35,03 Mio. = 218,83 % und 28,74 % über Soll): 2007 verkaufte die ZBI-Gruppe rund 6.600 ZBI-Wohn- und 400 ZBI-Gewerbeobjekte im Werte von ca. EUR 465 Mio. an die Citibanktochter CitCor Residential Holding (Joint Venture der Citigroup Property Investors (90 %), London, und der CORPUS SIREO (10 %), Düsseldorf. Die Citi betreut in Europa ein Immobilienvermögen von ca. EUR 17,1 Mrd. Verkaufte wurde zum ca. 15,6fachen der Jahresmiete. Eingekauft hatten die ZBI-Gesellschaften dieses Immobilienportfolio zu unterschiedlichen Zeitpunkten inkl. Revitalisierung und Anschaffungsnebenkosten durchschnittlich zum 11,5fachen. Transferiert wurden 2.400 Einheiten in Berlin und ca. 1.000 im Großraum Hamburg sowie in Städten wie Leipzig, Bremen, Düsseldorf. Darunter **Objekte der ZBI-Fonds 1, 2 und 50 % von Fonds ZBI 3**, die den Anlegern - abhängig vom Anlagebeteiligungstyp (mit oder ohne Steuervorteil) - nach Abschluss der diese Gesellschaften betreffenden Betriebsprüfungen eine gemittelte Rendite von ca. 12 % - 16,7 % p. a. einbrachte (Gesamtüberschuss geteilt durch Kapitalbindungsjahre). **Restportfolio ZBI 3** (Platzierungsvolumen: EUR 64,333 Mio. = 78 % über Soll). Ein Bewirtschaftungs- und Verwertungsergebnis des noch nicht veräußerten Immobilienbestandes in geplanter Höhe ist zu erwarten, wenn durch Renovierungsmaßnahmen die noch unvermieteten Objekte vermarktet werden. Das Assetmanagement ist zuversichtlich, dass die Finanzierung dieser Maßnahmen kurzfristig möglich und das Vermietungsziel, mindestens 95 % Vermietungsquote, gut erreichbar ist. Eine vorübergehende Ausschüttungsreduzierung auf 3,3 % bis 4,3 % in 2009 trug dem

Marktumfeld gestiegener Mietaufschläge und einem erhöhten Leerstand Rechnung. Durch Ankauf von 3 ZBI 3-Objekten zum Kaufkurs durch die persönlich haftender Gesellschafter der ZBI-Gruppe wurde der Fonds von überproportionalen Renovierungskosten entlastet. Nach Initiatorinformationen decken zurzeit die Mieteinnahmen sämtliche Kosten der Verwaltung. Die Liquidität von ca. EUR 2-3 Mio. für Renovierungsinvestitionen soll aus Umsätzen der ZBI 3-Handelsgesellschaft mobilisiert werden.

**ZBI 4** (Platzierungsvolumen ca. EUR 200 Mio. = 685 % über Soll). Mit einer vorausschauenden Entscheidung haben die ZBI 4 Gesellschafter 2008 bewiesen, dass sie durch Verzicht auf einen Teil ihrer geplanten Ausschüttungen in der Phase der Immobilienhochpreise "ihr Pulver trocken gehalten" haben, um 2009 opportunere Discounts bei den Kaufpreisen zu erzielen. Es wurde ein Großteil des Investitionsvolumens "geparkt", die Ausschüttungen 2009 von 7 % auf 4 % reduziert, um dann - nachdem sich die Investitions- und Finanzierungsbedingungen per Ende 2009 deutlich gebessert hatten - um so erfolgreicher zu investieren.

## Einkaufsperformance für ZBI 4 und 5

Im September 2009 wurde dann ein großes Portfolio eines in Zahlungsschwierigkeiten geratenen, CHECK gut bekannten, Immobilienfonds erworben (die Gesellschafterprotokolle liegen uns vor), so dass ZBI 4 nunmehr in 190 Objekte mit ca. EUR 200 Mio. EK fast voll investiert ist. Enthalten ist nach Initiatorangaben eine Liquiditätsreserve, die für Instandhaltungsmaßnahmen eingesetzt werden könnte. Nicht immer konnte das 11,5fache als Kaufpreisgrenze eingehalten werden (maximal wurde knapp unter dem 12fachen gekauft). Die örtlichen Marktbedingungen sprachen jedoch für einen Erwerb (siehe unten CHECK-Recherche Leipzig "Alte Straße"). Mit Billigung der Gesellschafter wurde für ZBI 4 ein attraktives Wohnimmobilienportfolio in gutem Zustand und mit einem Vermietungsstand von durchschnittlich ca. 90 % - 95 % erworben: darunter sind Standorte wie Leipzig, Alte Straße, Hans-Sailer-Straße, sowie Potsdam, Potsdamer Str. CHECK hat sich beispielhaft Ende Juni 2010 im Umfeld von Leipzig "Alte Strasse" nach dem Mietniveau erkundigt. Von dem Leipziger Immobilienmakler "LICON" wurde uns berichtet, dass für Leipzig "Plagwitz" (dort hat der Fonds gekauft) - eine szeneträchtig umgebaute Industriebrache - für guten Wohnraum ca. EUR 6,-/qm Kaltmiete bezahlt werden muss. Der unrenovierte Preis pro qm in Plagwitz, Lauchstädter Straße (658 qm/Altbau) beträgt im Einzelverkauf zurzeit ca. EUR 1.233/qm, inkl. Renovierung wird für das gleiche Objekt EUR 2.158/qm aufgerufen. Der Fonds hat durchschnittlich (im Paket) EUR 720/qm Wohnfläche gezahlt. Vermietungsprobleme soll es nach Maklerangaben angeblich keine geben. Bei dem Fondspreis und einer qm-Miete von auskunftsgemäß EUR 6,50/qm für dieses Verkaufsobjekt (die Fondsimmobilie erzielt eine IST-Miete von EUR 6,13/qm) muss der normale Käufer inkl. Renovierung als Kaufpreis das ca. 27,6fache der Jahresmiete aufwenden. Bei diesen Perspektiven dürfte für den ZBI-Fonds schon der Verkauf des unrenovierten Wohnraums ein Erfolg sein. ZBI 5 (Platzierungsvolumen: EUR 46,5 Mio. inkl. Agio, geplant waren EUR 33,2 Mio. = 40 % über Plan) befindet sich noch in der Investitionsphase. Die bisher gekauften ZBI 5-Objekte, erworben zum 12,45fachen, weisen einen Vermietungsstand von über 98 % auf. Ausgeschüttet wurde wie prospektiert. Auch ZBI 5 hat - parallel zu ZBI 4 - Objekte aus dem Verkaufsportfolio Leipzig und Potsdam erworben. Ein besonders erfolgreicher Deal verspricht der für ZBI 5 realisierte Einkauf der Wohnanlage Berlin-Mariendorf, Britzer Straße zu werden (durchschnittlicher qm-Preis: EUR

784,- Kaufpreis 1992: das ca. 4-fache dieses Wertes). Ferner der Berliner Wohnkomplex "Afrikanisches Viertel": Bei einem Kaufpreis von EUR 592/qm wird - bei aktuellem Vermietungsstand eine Mietrendite von 9,4 % verdient. Damit konnte der ZBI-Opportunitätsansatz, nur Objekte die durch Sondersituationen günstig zu erwerben sind, einzukaufen, konsequent fortgesetzt werden.

## ZBI 5 + 6 - Pipeline

Als Pipeline sei beispielhaft ein Objektportfolio "in Verhandlung" aus den ZBI-Unterlagen gelistet: demnach könnten ZBI 5 und/oder 6 bei entsprechender EK-Platzierung ein Investitionsvolumen für ca. EUR 90 Mio. mit 2.400 Wohneinheiten in Dresden in 1,5km Entfernung zur Frauenkirche und der Fußgängerzone mit 110.000qm Wohnfläche erwerben. Bei einem IST-Cash-Flow von EUR 8 Mio., = ca. EUR 6,-/qm würde der Fonds zum 11,25fachen einkaufen und hätte im Rahmen der Investitionskriterien bis zum 11,5fachen Luft für zusätzliche Renovierungsmaßnahmen.

## Gesamtperformance

Betrachtet man kumuliert die aktuellen ZBI-Bestandsobjekte nach Kaufpreisen einerseits, ca. EUR 462 Mio., und den aktuellen Miet-Cash-Flow sämtlicher ZBI-Objekte von über EUR 40,2 Mio. p.a. andererseits, wurde - wie geplant - zum ca. 11,5fachen gekauft. Als Sollwert des Portfolios, nach allen Wertverbesserungsmaßnahmen und nach bestmöglicher Neuvermietung (mindestens 95 %), ergibt sich bei Ansatz des ca. 14fachen ein Wert von ca. EUR 577 Mio. Je früher dieses Paket (oder einzelne Pakete daraus) veräußert werden, desto höher fällt die Brutto-Rendite aus: nach 5 Jahren kann beim 15fachen Exit (wahrscheinliche Variante) eine Bruttorendite von ca. 10 % p.a. erzielt werden. Nach drei Jahren sind es 16,6 % p.a. (oder ca. 14 % IRR).

## ZBI-Einkaufsmanagement

CHECK konnte sich anlässlich einer Vor-Ort Recherche in Erlangen von dem leistungsfähigen Einkaufsmanagement der ZBI AG überzeugen. Für die Bereiche Ostdeutschland, Berlin und Umland, Westdeutschland und Objektvertrieb sowie für die technische Prüfung wurden erfahrene und immobilienwirtschaftlich gut ausgebildete Fachkräfte gewonnen.

## Die Initiatorin

Die ZBI Fondsverwaltungs GmbH (ZBI) ist eine 100%ige Tochter der 1998 gegründeten ZBI AG (Zentral Boden Immobilien AG), vollhaftende Komplementärin der Fondsgesellschaft. Gründer und Hauptgesellschafter bzw. Aufsichtsratsvorsitzender der ZBI-Gruppe ist Peter Groner, der seit über 25 Jahren neben der Sanierung und dem Neubau von Wohnimmobilien über Erfahrung als Projektentwickler von Einzelhandelsketten und Einzelhandelsflächen verfügt. Sein Know-how erwarb Peter Groner in den 80er und 90er Jahren durch die Sanierung und Modernisierung von Wohnungen insbesondere in Dresden. Durch Projektaufbereitung für institutionelle Investoren und für Fonds der Hypo-Tochter H.F.S. hat sich Herr Groner einen Namen als versierter Immobilienprofi gemacht. Seit 1998 führt er die ZBI-Unternehmensgruppe als Vorsitzender des Aufsichtsrates an. Eine die ZBI-Objekte finanzierende Hauptbank hat CHECK im Rahmen eines Vorgängerfonds die erfolgreiche und vertrauenswürdige Performance des leitenden Immobilienmanagers telefonisch ausführlich bestätigt. Herr Groner ist dort seit über 2,5 Jahrzehnten bekannt. Er gilt als überaus professioneller und erfolgreicher Immobilienkaufmann mit bundesweit anerkannter Reputation. Der Seniorpartner einer etablierten Rechtsanwaltskanzlei, Herr Peter Rath,

# CHECK - ANALYSE

unterstützt den Unternehmensgründer als stellvertreter Aufsichtsratsvorsitzender seit über 20 Jahren und ist als Mitglied von Aufsichtsräten, Kuratorien und Stiftungen unter anderem im Immobiliensektor gut vernetzt. Insbesondere bei der Sireo-Grosstransaktion 2007/2008 war das ZBI-Führungsmanagement exzellent beraten worden.

## Das Beteiligungsunternehmen

Ab EUR 25.000 zzgl. 5 % Agio können sich Anleger an der ZBI Zentral Boden Immobilien GmbH & Co. Sechste Professional Immobilien Holding KG (ZBI 6), Erlangen, mit dem Ziel beteiligen, vornehmlich Wohnimmobilien zu erwerben, zu verwalten und zu veräußern (Beteiligung über Treugeberkommanditisten oder mit direkter Eintragung). Bis Mitte 2011 sollen 3 %, bis Ende 2011 noch einmal 4 % ausgeschüttet werden. Ab 2012 sollen es 5 % p.a., ab 2015 dann 6 % p.a. und ab 2018 mindestens 7 % p.a. sein. Am Laufzeitende soll der Anleger so gestellt werden, als hätte sich sein Kapitalkonto ab Januar 2012 mit 7,5% p.a. verzinst (Hurdle). Zuzüglich erhält er die Verzinsung von 3 % bzw. 4 %, die bis Ende 2011 gezahlt wird.

## Motivierendes Gewinnbeteiligungssystem

Wesensmerkmal des Beteiligungsangebots ist ferner das Gewinnbeteiligungssystem, nach dem der Übergewinn der Gesellschaft nach Rückzahlung von Kapital und Agio und Hurdleverzinsung nach Abzug von Fremdkapital und restlichen Betriebskosten mit dem Management hälftig geteilt wird. Dieses Verhältnis ist angemessen angesichts der Voraberechtigung der Anleger bei der Rückführung des Kapitals inkl. Agio zuzüglich der Vorabauschüttungen (Hurdle) von ca. 37,5 % in den ersten fünf Jahren ab 2012. Erst nach der Vorabbedienung der Anleger ist das Management hälftig an den dann verbleibenden Überschüssen beteiligt. Da die Anleger über die Anschaffung und den Verkauf der Immobilien das letzte Wort haben (sie können dieses Recht selbst oder über gewählte Beiräte wahrnehmen), erhält der Investor Transparenz über sämtliche Anschaffungsvorgänge und deren Kosten. Untersagt sind z. B. Zwischengewinne und Zwischenprovisionen.

## Investitionskriterien

Das ZBI-Opportunity-Immobilientransaktionskonzept setzt günstige Einkaufskurse voraus. Daher soll der Kaufpreis inkl. Renovierungsaufwand plangemäß das etwa 11,5fache der anfänglichen Jahresnettomiete nicht überschreiten (in Ausnahmefällen können die Gesellschafter mit 75 % der Stimmen etwas anderes beschließen). Der Prospekt schreibt vor, dass das Wertschöpfungspotenzial des in Frage stehenden Objektes mit mindestens 15 % zum Kaufpreis innerhalb von maximal drei Jahren angesetzt werden kann. Um einen realistischen Kaufpreis zu erhalten, werden die zu erwartenden Instandhaltungskosten des Kaufobjektes dem Kaufpreis zugeschlagen. So gerechnet darf der Erwerbspreis das 12,5fache des Netto-Miet-Cash-Flows erreichen. In den Kaufpreis darf ferner die Sollmiete nach Neuvermietung von maximal 50 % der noch unvermieteten Flächen eingerechnet werden. Für Büro- und Gewerbeflächen soll dieser Werterhöhungsfaktor nicht angewendet werden. Gewerbeobjekte müssen zu mindestens 70 % der Flächen langfristig an solvente Mieter vermietet sein (z. B. Aldi, Lidl, Rewe). Die Investoren können auf Fondskosten einen Immobiliensachverständigen mit einer Standortanalyse beauftragen und/oder auch die Geschäftsführung durch einen Wirtschaftsprüfer überprüfen lassen: Ein anlegerorientierter Kriterienkatalog, der bei allen wesentlichen Entscheidungen die Transparenz ge-

genüber dem Anleger einfordert.

**First Look:** Dem den möglichen Eindruck zu vermeiden, erfahrene ZBI-Immobilienmanager könnten möglicherweise attraktive Kaufangebote (an den Fonds vorbei) auf eigene Rechnung ins eigene Portfolio nehmen, hat sich die ZBI AG vertraglich verpflichtet, sämtliche Objekte in der Investitionsphase zuerst den ZBI-Fonds vorzustellen, bevor ein Eigenwerb oder ein Durchhandeln im eigenen Namen in Frage kommt. Diese Regel, die auch Bestandteil der Arbeitsverträge der Manager ist, gilt erst ab einem **Kaufpreis von EUR 1 Mio.:** Objekte, die im Preis darunter liegen, werden nach CHECK-Informationen nur dann dem Fonds vorgeschlagen, wenn sie als Arrondierung eines in der Nähe liegenden Portfolios zu minimalen Kosten verwaltet, vermietet und (möglicherweise) revitalisiert werden können.

**Objekte ab EUR 5 Mio.:** Anlagen, die pro Objekt ein Investitionsvolumen von mehr als EUR 5 Mio. haben, sollen unter anderen auch den ZBI-Invest-Aktiengesellschaften angeboten werden (ZBI-Invest: für vorzugsweise institutionelle Investoren).

**Kein Neubau:** Projektentwicklungs- und Neubaurisiken sind ausgeschlossen.

**Handelstransaktionen:** Um das Fondsportfolio bei Bedarf mit neuer Liquidität zu versorgen, kann der Fonds mit extra dafür gegründeten Handelsgesellschaften Handelsobjekte mit dem Ziel erwerben, sie binnen drei Jahren wieder zu veräußern. Dieses Konzept wird z.B. dann gebraucht, wenn nach Abschluss der Erstinvestition zusätzliche Mittel für Instandhaltungen erforderlich werden sollten, die nicht aus dem Miet-Cash-Flow oder einem partiarischen Darlehen mobilisiert werden können. Durch kurzfristigen Verkauf kann sich der Fonds auf diese Weise Reinvestitionsmittel verschaffen. Die Auswahl der Handelsobjekte ist schon beim Einkauf auf den frühen Exit ausgerichtet. Für den Handel kommen Objekte in Frage, die einen geringen Veredelungseinsatz benötigen und z. B. lediglich durch Arrondierung zu einem Immobilienpaket ihren Zuschlag verdienen; oder Objekte, die sich durch eine isolierte Lage für einen Einzelverkauf eignen.

**CHECK-Transparenz: 1,1 (IBP)**

**Fazit:** Deutlich wird das Interesse des Initiators, Skaleneffekte der Objektverwaltung zu nutzen, um große, kostengünstige Verwaltungseinheiten zu schaffen. Diese Kostenreduktion pro Einheit kommt dem Ertragswertpotenzial und der Anlegerrendite zugute.

## Erhöhter Einkaufsfaktor

Abweichend kann bis zum 12,5fachen eingekauft werden, wenn die Miete mindestens 15 % unter der ortsüblichen Miete liegt und damit der kurzfristig erzielbare Mietertrag mindestens zum 11,5fachen Einkaufspreis führt. Zusätzliche Baubetreuungsleistungen dürfen bis maximal 5 % pro Objekt nach HOAI abgerechnet werden. Beim Objektkauf darf die Provision an externe und interne Makler 4 % zzgl. MwSt. nicht übersteigen. Nur in Einzelfällen ist eine Courtage bis zu 5 % ausschließlich an externe Makler und nur nach Genehmigung durch die Gesellschafterversammlung möglich. Bei Neuvermietungen sind für Wohnimmobilien maximal 2,5 Monatsmieten Provision fällig, Gewerbevermietungen sind auf 3,5 Monatsmieten Provision begrenzt. Vermittelt ein ZBI-Unternehmen, dürfen maximal 2 Monatsmieten (Wohnen) und 3 Monatsmieten (Gewerbe) abgerechnet werden. Sanierungsmaßnahmen oberhalb TEUR 500 bedürfen der Gesellschafterzustimmung.

## Strategischer Exit

**Ziel ist, die Immobilien in möglichst großen Paketen**

an institutionelle Investoren mit Paketaufschlag zum mindestens 14,7fachen der Zieljahresmiete zu veräußern. Dank gestiegener Losgrößen und eines ausgeprägten Renommées als effizienter, zügiger Abwickler mit hohen Qualitätskriterien in der Mietverwaltung wird das ZBI-Management diesem Anspruch (aller Voraussicht nach auch in Zukunft) gerecht. Die jüngsten Deals mit den Verwaltern angeschlagener Immobilienfonds beweisen es: Leipzig, Potsdam, Lübeck. Die Pipeline vergleichbarer Projekte (z.B. Dresden) weisen in ihren Eckdaten vergleichbare Wertaufholpotenziale auf.

## Anlegerrechte

In keinem anderen Publikumsfonds ist unserer Kenntnis nach die Anlegerpartizipation/Mitunternehmenschaft so wirksam umgesetzt worden wie in der ZBI-Professional-Fonds-Serie. Die Anleger müssen jedem Objektan- und verkauf zustimmen. Sie können die Verkehrswerte und die Marktüblichkeit der Kaufpreise per Gutachten überprüfen lassen. Eine externe Mittelverwendungskontrollleurin wacht in besonderem Umfang über die Prospektkonformität der Mittelflüsse, die Vorlage der Kaufverträge, die Eintragungen und Lastenfreiheit der Grundbücher sowie über erforderliche Objektexpertisen (Bodengutachten, Standortexpertisen, technische und kaufmännische Due Diligence der Objekte).

**CHECK-Mitentscheidung: 1,1 (IBP)**

## Der Immobilieneinkauf

Die Immobilienauswahl übernimmt die ZBI-Geschäftsführung und schlägt i. d. R. die Ankaufsobjekte vor. Gleichzeitig investierende Fonds werden quotat (reale Aufteilung partiarisch) an den Objektangeboten beteiligt. Sollten mehrere ZBI-Fonds Finanzmittel zur Investition verfügbar haben und eine quotale Regelung ablehnen, kann ein notariell beaufsichtigtes Losverfahren eingesetzt werden. Zugleich soll durch eine hohe Entscheidungsgeschwindigkeit das Risiko gesenkt werden, durch Zeitverzug interessante Kaufangebote zu verpassen. Daher können ZBI-Fonds, die kurzfristig über freie Liquidität verfügen, anderen ZBI-Fonds ein Darlehen geben. Dadurch können interessante Objekte für ZBI-Fonds gesichert werden, die noch nicht über ausreichendes Kapital verfügen. Bisher haben die angebotenen Portfolien ausgereicht, die Liquidität der investierenden Fonds unter dem Gesichtspunkt der Streuung sachgerecht zu bedienen (Beispiele: siehe unten). Der ZBI 4 ist voll investiert. ZBI 5 verfügt über ein attraktives Startportfolio (siehe oben, zur ZBI-Performance). In nur ca. 6 Monaten ist es gelungen, zu Opportunitätskonditionen bereits ca. 40 % des ZBI-5 zu investieren: Vermietungsstand: 98 %.

## Deal Flow

Befreundete Banken und Insolvenzverwalter wenden sich an ZBI bevor die Immobilienportfolien - häufig aus Insolvenzverfahren - auf den Markt kommen. Die finanzierenden Banken, die für diese Fonds in "Sondersituationen" meist einen erheblichen Wertberichtigungsbedarf verkraften müssen (Beispiele siehe unten), möchten eine breit angelegte, imageschädigende Mithaftungsdiskussion vermeiden und sind dankbar für eine reibungslose Transaktion, bevor diese Objekte auf den offenen Immobilienmarkt kommen. Das ZBI-Team hat über örtliche und überregionale Kreditinstitute, Insolvenzverwalter und bewährte Maklerkontakte seit vielen Jahren nachweislich den Zugang zu Immobilien, die aus Sondersituationen in großen Paketen veräußert werden, um den Verkäufern kurzfristig Liquidität zu verschaffen. Darunter zur Zeit vermehrt klassische Immobilienfonds der 90er Jahre und angelsächsi-

# CHECK - ANALYSE

sche Verkäufer, die ihre Immobilien zu hohen Preisen gekauft und fast vollständig mit Fremdkapital finanziert hatten. ZBI hat Zugang zu günstigen Immobilien, weil professionelle Immobilienkompetenz im eigenen Haus sofort verfügbar ist, die Kompetenzträger zugleich über einen kapitalstarken Hintergrund verfügen und - dank eines langjährigen Vertrauenskapitals bei den Banken - **bestmögliche Refinanzierungsmöglichkeiten haben**. Daher ist Kauf und Abwicklung in Wochen und nicht nur nach Monaten möglich. Wer sich als institutioneller Anleger schnell von seinen Objekten trennen will und dafür Rabatte zu geben bereit ist, findet in ZBI den richtigen Abnehmer.

## Due Diligence

Eine ausführliche, intensive technische Objektprüfung ist bei sehr kurzen Kauf- und Zahlungsfristen nicht möglich. Daher entscheidet das ZBI-Management mit seinen Bauingenieuren aufgrund von Erfahrungswissen, ob ein Ankauf den Gesellschaftern vorgeschlagen wird. "Im Vorfeld (wird) eine Überprüfung der wirtschaftlichen und vertraglichen Eckdaten sowie der bautechnischen Situation durchgeführt (Prospekt)." Als Vergütung erhalten die Zentral Boden Immobilien GmbH (kaufmännische Due Diligence) und die ZBI Baubetreuungs GmbH (technische Due Diligence) zusammen 0,75 % des Kaufpreises. Die bisherige Erfolgsperformance bestätigt die Treffgenauigkeit dieses Ankaufverfahrens.

## Verwaltungskompetenz

Die Stärke des ZBI-Verwaltungs-Know-how ist, in kurzer Zeit den Mietmix zu verbessern, die Instandhaltung in Gang zu bringen und die Verwaltung zu professionalisieren. Dazu gehört eine geordnete Haus- und Mietverwaltung, die Durchführung fälliger Reparaturarbeiten, die optische Aufbereitung der Objekte und die Vermietung der Leerstandsflächen. Ein Wertsteigerungserfolg ergibt sich in aller Regel durch Abbau der Leerstände und Reduktion der Mietausfälle. Ferner kommen Mietsteigerungen bei Neuvermietungen hinzu, sodass ein unvermietetes Potenzial beim Ankauf kein Nachteil sein muss. Nach einer gründlichen technischen und organisatorischen Aufbereitung der erworbenen Objekte sind insbesondere institutionelle Investoren (die kein eigenes Immobilienmanagement vorhalten wollen) am Kauf von Objektpaketen mit kontinuierlich verlässlichen Cash-Flows interessiert. Für gut verwaltete Objekte werden - marktabhängig - **Paketzuschläge von 1-1,5 Jahresmieten gezahlt**. Ein kontinuierlicher und solider Miet-Cash-Flow gehört für institutionelle Anleger (z.B. Pensionskassen) zu den interessantesten Investitionen ihrer Bilanzpolitik.

## Investition, Finanzierung, Prognosekalkulation

Um für ca. EUR 90 Mio. Bestandsimmobilien erwerben zu können, ist ein Gesamtinvestitionsvolumen von EUR 110 Mio. zzgl. Agio erforderlich (inkl. Makler, techn. Due Diligence, EK-Beschaffung, sonstige Vertriebskosten, Konzeption, Marketing). Finanziert werden soll dieser Aufwand durch ca. EUR 40 Mio. KG-Kapital sowie ca. EUR 70 Mio. FK. Zusätzlich werden für den Handel mit Immobilien planmäßig EUR 22,5 Mio. aufgewendet, finanziert durch einen EK-Anteil von EUR 6,75 Mio. (Darlehen aus dem EK der Objektgesellschaft) und einen FK-Anteil von EUR 17,5 Mio. Bis 31.12.2010 soll das EK eingeworben werden (Verlängerung um ein Jahr möglich), das FK wird sukzessive mit Objektankauf angefragt und auf der Ebene der Objektgesellschaften aufgenommen. Die Finanzierungsquote von ca. 62,5 % bezogen auf den Gesamtaufwand und von 72,5 % bezogen auf die Immobilienkaufpreise entspricht soliden Gepflogenheiten. Eine Überschuldung durch Überfinanzie-

rung wie bei klassischen Immobilienfonds ist extrem unwahrscheinlich. **Erkennbar wird der hohe Risikominimierungsfaktor des Opportunitykonzepts**, Immobilien nur deutlich unter Verkehrswert zu erwerben und damit auch inkl. aller Nebenkosten eine hohe Substanzquote zu sichern. Risikomindernd wirkt auch das Finanzierungskonzept von ca. 1/3 kurzfristigen, 1/3 mittelfristigen und 1/3 langfristigen Darlehen. Dies entspricht kaufmännisch konservativer Praxis, wird den Finanzierungsgepflogenheiten der Partnerbanken gerecht und trägt zur Flexibilität bei und der Bestimmung des Verkaufszeitpunktes bei (Auflösung der Darlehen).

## Platzierungsziel

Die Erfahrung vergangener Fondsplatzierungen lehrt, dass die Platzierungsziele dank überdurchschnittlicher Vertriebsleistungen regelmäßig übertroffen wurden (Basisziel: EUR 40 Mio., Maximalvolumen: ca. EUR 100 Mio., Rückabwicklungsschwelle, "Mindestplatzierung": EUR 10 Mio.). Gemäß Investitionsplanung werden 20 % bei Beitritt und 80 % nach Anforderung eingezahlt. Die Platzierung kann um ein Jahr bis Ende 2011 verlängert werden. Erwartet wird, dass Ende 2010 die ersten Investitionen erfolgen. Die Objektpipeline spricht für eine zügige Kapitalbindung (siehe oben). Maximal 10 % des Kapitals der Gesellschaft kann kurzfristig per erstrangig besicherter Grundschuld - an andere gleichartige Professional ZBI-Fonds ausgeliehen werden (partiarisches Darlehen). Für den Gläubigerfonds, der dafür eine erstrangige Sicherheit erhält, ein kurzfristig attraktives Geschäft. Verlangt und bezahlt werden (Darlehensausreichung zwischen den Fonds) 7,5 % p.a. Diese Darlehenskonstellation - grundschildrechtlich abgesichert - trägt dazu bei, dass interne Darlehen nur in Ausnahmesituationen und nur sehr kurzfristig (maximal wenige Monate) in Anspruch genommen werden. Gleichwohl können damit Investitionscharcen gesichert werden, die anderenfalls mangels Zwischenfinanzierung für den interessierten Fonds scheitern würden.

## Ertragsprämissen

Für 2010 wird kalkulatorisch bei Bestandsimmobilien im 1. Jahr mit einem Sechstel der regulären Jahresmiete (ab dem 2. Jahr mit fünf Sechsteln) und mit 5 % Leerstand gerechnet. Dieser Leerstand soll um 1 % im 1. Jahr und um 1,5 % im 2. Jahr reduziert werden. Als dauerhaft wird ein Leerstand von 2,5 % angesehen. Die Prognosekalkulation setzt eine Mietsteigerungsquote von 2 % p. a. an. Realisierbar sind diese Steigerungen bei Neuvermietungen und durch laufende Mieterhöhungen vor dem Hintergrund der Wertverbesserungen der Objekte. Für die Handelsimmobilien soll der Leerstand im 1. Jahr um 1 %, im 2. Jahr um 0,75 % gesenkt werden. Mietausfälle werden mit 6 % p.a. angesetzt. Erst ab 2012 wird von einem 1. vollen Vermietungsjahr ausgegangen. Für die Handelsimmobilien wird eine Vermietungsquote von maximal 96,75 % erwartet. Für 2012, 2015, 2018 und 2020 werden Handelstransaktionsumsätze zum 14,7fachen für das gesamte Immobilienportfolio kalkuliert (die tatsächlich erzielten liegen 1 % darüber). Die Transaktionserfahrungen des vergangenen Jahres lassen gesteigerte Handelsaktivitäten erwarten. Für Instandhaltungen werden 8 % p. a. der Mieteinnahmen kalkuliert. Das erklärte Ziel, weniger instandhaltungsintensive Objekte zu erwerben, wurde bei den letzten Transaktionen bereits erfolgreich umgesetzt. Die Kalkulationsprämissen beruhen auf realitätsnahen Ergebnissen und langjährigen Erfahrungen.

## Fremdkapital

Bezogen auf das geplante Kommanditkapital soll ca.

175 % Fremdkapital eingesetzt werden. Damit kann das Investitionsvolumen ausgedehnt, das gebundene Eigenkapital breiter gestreut und durch Hebelung rentierlicher eingesetzt werden. Größere Immobilienpakete in zweistelliger EUR Millionenhöhe lassen sich häufig nur mit Einsatz von Fremdkapital finanzieren. Daher kommt der Fremdfinanzierung bei der Realisierung des ZBI-Opportunitätsansatzes eine hohe Bedeutung zu. Bei der Darlehensvermittlung und zur Verbesserung der Kreditkonditionen können von den ZBI-Gesellschaftern Bürgschaften ausgereicht werden. Dies kann erforderlich werden, wenn über die Objektbesicherung hinaus - auf Verlangen der Banken - zusätzliche Sicherheiten gefordert werden. Dafür erhält die Bürgin 0,5 % des Darlehensbetrages als Avalprovision. **Dank des umfangreichen und werthaltigen ZBI-Eigenportfolios profitiert der Fonds daher wesentlich auch von der überdurchschnittlich soliden Bonität der ZBI-Gesellschafter**. CHECK konnte sich von der außerordentlichen Effizienz des ZBI-Finanzierungsmanagements überzeugen. FK-Konditionen: das FK darf laut Plan 4,5 % p.a. kosten und soll ab 2011 mit jährlich 1,75 % getilgt werden. Dieser Ansatz ist kaufmännisch vorsichtig und wird durch die Erfahrung des Vorgängerfonds grundsätzlich bestätigt. Inzwischen ist mittelfristig mit einer niedrigeren Zinsbelastung zu rechnen. CHECK rechnet im laufenden Jahr mit einer flexibleren Kreditvergabe. Bei guten Bonitäten und bei bewährten Altkunden trauen sich die Banken wieder, Neugeschäft zu machen, da sie ansonsten kaum Alternativen in diesem Segment haben.

## Zur Kostenstruktur und Gewinnverteilung

Bei der Kostenplanung ist hervorzuheben, **dass der Fonds keine Handelsaufschläge bezahlt**. Ein Vorabgewinn zugunsten der Geschäftsführung, unabhängig vom wirtschaftlichen Ergebnis, beschränkt sich auf EUR 90.000 p. a. ab 01.01.11, eine Grundvergütung von 0,25 % p. a. und eine Managementvergütung von 1 % p. a. (Bezug: Saldo der Kapitalkonten). Ab 2012 muss der Anleger mindestens 7,5 % p. a. erhalten haben, bevor der Komplementär, nach Abzug von Finanzierungskosten (Zins und Tilgung) und Betriebsausgaben, an dem darüber hinausgehenden Gewinn mit 50 % partizipiert. Dies entspricht ca. 12,66 % bezogen auf die prospektierte Gesamtliquidität. Sollte die Liquidität einmal knapp werden, wird die Managementvergütung zinslos gestundet und auf den Vorabgewinn angerechnet. Bei der Gewinnverteilung werden zunächst bereits ausgezahlte Beträge berücksichtigt, bevor ein neuerlicher Anspruch entsteht. Insgesamt erhält der Initiator daher kumuliert am Laufzeitende nach allen Kosten nicht mehr als 50 % des Übergewinns. Insgesamt dürfte der Anleger kumuliert ca. 176 % zuzüglich der Ausschüttungen für 2010 und 2011 erhalten.

## Due Diligence-Kosten

Besonders anlegerfreundlich ist zu werten, **dass die Initiatorin die Due Diligence-Kosten für Objekte trägt, die weder für die Fonds, noch für andere ZBI-Gesellschaften in Frage kommen**. Bei Überbietung und negativer Vorprüfung gehen die verauslagten Vorlaufkosten zu Lasten der ZBI-Unternehmen. **Sie müssen aus den ihnen zustehenden Margen/Erträgen finanziert werden**. Auch hier geht die Initiatorin - im Gegensatz zu Wettbewerbern - ins eigene Risiko.

## Kapitalbindung

Dank einer gut akquirierten Projekt-Pipeline (und der partiarischen Zwischenfinanzierungsoption) kann zügig investiert werden. Ferner kann, obwohl die ZBI-Fonds grundsätzlich auf "unbestimmte Zeit" angelegt sind, ein frühzeitiger Objektverkauf sinnvoll sein. Kurze Objektthaldauern in Verbindung mit ho-

# CHECK - CHART

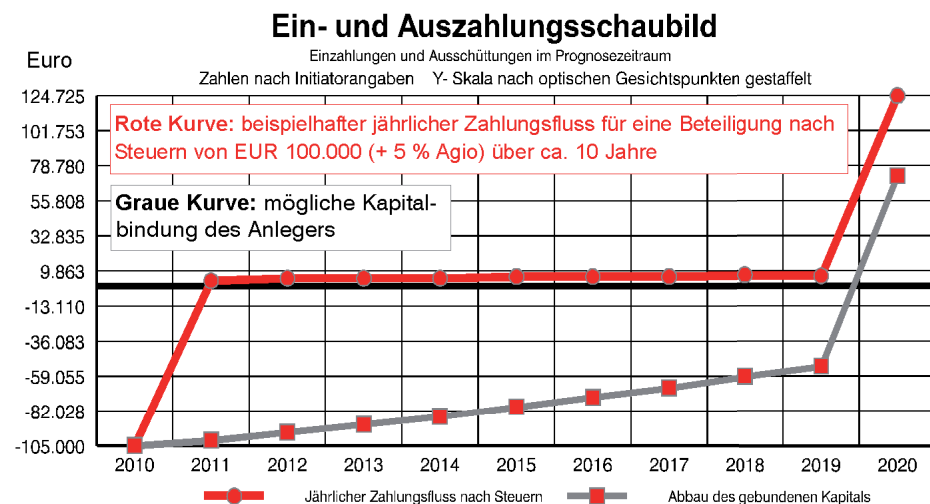
hen Paketaufschlägen führen zu einer Reduktion der laufenden Kosten. Die 3-4-jährige Haltedauer von Vorgängerfonds ist ein Beleg dafür. Die Durchschnittshaltedauer klassischer Immobilienfonds liegt dagegen bei 18,6 Jahren (siehe dazu: CHECK-Research 2007: Immobilienperformance von ca. 70 klassischen Immobilienfonds versus Opportunityfonds). Damit ist eine gleichgerichtete Interessenlage zu den Anlegern hinreichend sichergestellt. Das Management hat keinen Anspruch auf zusätzliche Gebühren und Honorare über die vereinbarten operativen Vergütungen hinaus: eine anlegerfreundliche Regelung, die Branchenstandard werden sollte.  
CHECK-Risikominimierung: 1,15 (IBP)

## Aktuelle ZBI-Opportunity-Dealbeispiele

Wohnanlage Berlin Reinickendorf, Wohnpark Liemannstraße: erworben werden 10.404 qm Wohnfläche für EUR 6,45 Mio. mit einem aktuellen Miet-Cash-Flow von EUR 525.853. Die Instandhaltung der 206 Eigentumswohnungen, meist Zwei-Zimmerwohnungen von 47 qm bis 50 qm, wurde vorsichtig mit EUR 1,2 Mio. (= EUR 115 pro qm) angesetzt. Bei einem Gesamtaufwand von EUR 7,65 Mio. errechnet sich ein qm-Preis von EUR 735,-. Bei einem Leerstand von 15 % = ca. 1.597 qm ergibt sich daher ein Potenzial zwischen ca. EUR 95.000 (Basis Ist-Miete von EUR 4,95/qm) und EUR 105.402 (Basis Sollmiete, möglicherweise ca. EUR 5,50/qm). Abzüglich 5 % Leerstand ca. EUR 100.000. Gelingt der Exit zum 14,7fachen, errechnet sich ein Transaktionsgewinn von ca. 44 % bezogen auf den Kaufpreis und von 25,2 % bezogen auf den Gesamtaufwand inkl. Instandhaltung, ohne Berücksichtigung der laufenden Mieteinnahmen. Portfolio Virgo: Lübeck (Marli, St. Lorenz Nord und Süd, Innenstadt): 18 Mehrfamilienhäuser mit 507 Wohneinheiten und 2 Geschäftshäusern, Kaufpreis: 19,7 Mio., inkl. Sanierung, EUR 1,35 Mio. Gesamtaufwand: EUR 21,06 Mio., bezogen auf die Ist-Miete von EUR 1.481.119 das 11,46fache; bezogen auf die Sollmiete von EUR 1,94 Mio. das 10,88fache. Nach Renovierung der Balkone wird - bei einer durchschnittlichen Mieterfluktuation von 10-12 % p. a. - zusätzliches Mieterhöhungspotenzial frei (Steigerung von EUR 4,92/qm auf EUR 5,18/qm). Angesichts einer Vermietungsquote von 98,5 % (ca. 30 % davon Transferleistungsempfänger), einer soliden, kontinuierlich renovierten Bausubstanz und einer Problemquote (Mietminderung, unregelmäßige Mietzahlungen) von ca. 2 %, wurde ein überdurchschnittlich solides Wohnportfolio erworben. Zum 14,7fachen Verkauf würde sich ein Ertrag von ca. 35 % auf den Gesamtaufwand ergeben. Die Mieterträge abzüglich Betriebskosten kommen hinzu. Vorzugsweise eignen sich einige Objekte nach Renovierung als Handelsobjekte mit kurzfristiger Veräußerungsperspektive. Besonders attraktiv ist z.B. ein Paket von Studentenwohnungen in unmittelbarer Nähe zur Uni. Ferner Mehrfamilienhäuser in Innenstadt, die unter EUR 5/qm kosten und die kurzfristig, per Juno 2009, bereits EUR 900/qm eingebracht hätten (ZBI erwarb sie für ca. EUR 712/qm). Folgerichtig wurden diese Objekte der ZBI 4 Handelsgesellschaft zugeordnet. Sie könnten voraussichtlich am schnellsten veräußert werden. Volumen, ohne Miet-Cash-Flow, ca. EUR 3,3 Mio., Rendite, bezogen auf den Gesamtaufwand: ca. 28 %.

## Der Opportunitymarkt

Der Insolvenzverwalter von Jet Stream (Rüdiger Wienberg, 15.09.2008): "Ich rechne mit weiteren Insolvenzen von Immobiliengesellschaften, die ihr Portfolio erst in den letzten Jahren aufgebaut haben." Vielfach seien die Immobilienbestände wahllos zu-



sammengekauft worden, um am Boom des Aufschwungs bis 2007 teilzunehmen. Jetzt platzt die Blase." Beispiel: "TN Jet Stream, TN Jet Stream II und TN Eagle II". Zur Muttergesellschaft "Titan Holdings": ein britischer Finanzinvestor mit Sitz in Genf, der 3.000 Wohn- und Gewerbeimmobilien in Ostdeutschland (Annaberg, Bautzen, Chemnitz, Cottbus etc.) gekauft hatte und seit April 2010 unter Insolvenzverwaltung steht. Denn inzwischen sind noch weitere ostdeutsche Wohnungsmietausfälle zum Problem geworden, "die überwiegend fremdfinanziert" erworben wurden. Im Klartext: mit Finanzierungsquoten bis zu 100 %. Insolvent sind auch Wohnungspakete von mehreren 1.000 Wohnungen der australischen Babcock & Brown-Gruppen-Tochter IMW ("Valbonne Real Estate 7 und Valbonne Real Estate", Mieterforum 14/2008). Die Bank hatte die Kredite gekündigt, nachdem IMW einen Verlust von EUR 61 Mio. gemacht hatte. Schon nach wenigen Betriebsjahren führten steigende Leerstände dazu, dass Zins und Tilgung nicht mehr gezahlt werden konnten. Ein weiteres Beispiel ist Level One des Österreicher Cevdet Carer, dessen Wohnimmobilienunternehmen einen Verlust von EUR 1,5 Mrd. angehäuft hatten (Welt Online: 29.01.09). Betroffen sind 20.000 Wohn- und 500 Gewerbeobjekte, darunter 7.300 in Berlin.

**Perspektive der Investoren:** "Die Nutzungsart Wohnen ist mit weniger Risiko behaftet und hat bei institutionellen Investoren deutlich an Attraktivität gewonnen." (Ernst & Young, 28.01.2010) Allein die Axa will 2010 ca. 1,8 Mrd. in Wohnimmobilien investieren (Welt Online, 29.12.09). Aktuelle Transaktionen: die "conwert Immobilien Invest SE", Wien, erwarb im April 2010 insgesamt ca. 28.000 qm Wohn- und Gewerbeflächen für EUR 93 Mio. und zahlte (vor Wert- und Ertragssteigerungsmaßnahmen) nach eigenen Angaben eine Einkaufsrendite von 4,35 %. Zum Vergleich: ZBI 6 kauft zu nur knapp 9 %. Beim Verkauf erzielte conwert nach Angaben eines SRC-Börsenanalysten deutlich höhere Preise. "Bei Wohnungsvkäufen würden derzeit EUR 3.000/qm bezahlt" (Analyse vom 27.05.10, finanzen.net). Hartmut Fründ (Managing Partner der Ernst & Young Real Estate GmbH): "In 2010 wird das Transaktionsvolumen erstmalig seit Beginn der Krise wieder anziehen." "Der Markt befindet sich weiterhin in einer Konsolidierungsphase." "Bestandhalter sind mit steigendem Leerstand und sinkenden Mieten konfrontiert" (Christian Schulz-Wulkow, Partner bei Ernst & Young, 28.01.10). Viele Finanzierungen laufen in den näch-

sten zwei bis drei Monaten aus: Gute Einkaufsvoraussetzungen für ZBI 5 und 6.  
CHECK-Risikowertung: 1,1 (IBP) !

## Zur Renditekalkulation

Beispielhaft errechnet sich laut Prospekt (Einlage EUR 100.000 + 5 % Agio) eine IRR-Nachsteuerrendite von ca. 6,4 % p.a. (Steuersatz inkl. Soli 44,32%, Investitionsquote ca. 92,25 %). Einkauf zum durchschnittlich 11,5fachen, Mieterträge 91,65 %, Mietsteigerungen: 2 % bezogen auf 91,6 % der Sollmiete, Verkauf: 14,7fach. Gesamtmittelrückfluss: 211 %. CHECK-Szenario (Renditewertungsbasis): Mietsteigerungspotenzial (inkl. Neuvermietung): durchschnittlich + 3 % p.a., bezogen auf 95 % der Endmiete. Ausschüttung unregelmäßig, ca. durchschnittlich 6-7 % p.a. Durch Reinvestition (aus Umsätzen der Handelsgesellschaft) durchschnittliche Ertragssteigerung um das 1,13fache p.a. ab 2011, 5mal Umschlag des Kapitals der Handelsgesellschaft, verteilt auf ca. 7 Jahre (Nach CHECK-Einschätzung: wahrscheinlicher Verkauf spätestens nach 7 Jahren). Verkauf zum durchschnittlich 15,7fachen, FK-Zins: durchgehend ca. 4 %, Vermietungsstand 2011: 90 %, 2012: 95 %, 2013: 97 %, Mietausfall: 3 %, möglicher Gesamtrückfluss: ca. 250 % nach Steuern. IRR-Nachsteuerrendite: ca. 11,2 %. Möglicher Rückfluss- und Kapitalbindungsverlauf der Prospektplanvarianante: siehe CHECK-CHART.

CHECK-Renditewertung: 1,88 (IBP)

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

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

## Resümee

Gut getimtes, anlegerorientiertes Opportunity-Beteiligungsangebot mit vorsichtig gerechneten Ein- und Verkaufsaufnahmen. Dank gewachsener Investitionslosgrößen Partizipation an erhöhten Wertreserven bei günstigen Paketkäufen mit verringertem Risiko. Gestiegenes Exitpotenzial bei Verkaufstransaktionen an institutionelle Käufer. Aussichtsreiche Renditechancen. CHECK-Gesamtwertung: 1,49 (IBP)

Kontakt: ZBI AG, Henkestr. 10, 91054 Erlangen  
Tel: 0 9131/480 09-0, Fax: 0 9131/480 09-11,  
info@zbi-ag.de, www.zbi-ag.de