

▣ ZWEITMARKT

## Analyse: asuco, ZweitmarktZins 00-2016 pro

### Untersuchung der spezifischen Eignung für Stiftungen

21.02.2017 von Tilman Welther

**Angebot.** Unter der Bezeichnung ZweitmarktZins bietet asuco eine Serie von Namensschuldverschreibungen zur Finanzierung eines Portfolios mit Immobilien-Beteiligungen vom Zweitmarkt an. Emittentin von derzeit drei öffentlich angebotenen Tranchen ist die asuco Immobilien-Sachwerte GmbH & Co. KG. Die Tranchen unterscheiden sich in erster Linie durch unterschiedliche Mindestbeteiligungen. Sie bieten den Einstieg ab 5.000, 100.000 und 200.000 Euro an. Die geringeren Verwaltungskosten bei Investoren mit höheren Investitionssummen ermöglichen es, ihnen eine höhere Verzinsung in Aussicht zu stellen. Für die Tranche 00-2016 pro mit Zeichnungen ab 200.000 Euro zuzüglich 3 Prozent Agio ist ein Volumen von 30 Millionen Euro zuzüglich Agio vorgesehen. Aktuell sind rund zwei Drittel des Zielvolumens der Tranche 00-2016 pro eingesammelt. Die Emittentin hat derzeit rund 24 Millionen Euro in 206 Zielfonds von 45 Anbietern investiert. Im Portfolio befinden sich somit indirekt 360 verschiedene Immobilien. Damit ist die Streuung des im Prospekt avisierten Zielfortfolio bereits erreicht. Die Namensschuldverschreibungen verfolgen eine zweistufige Verzinsungspolitik. Anleger partizipieren sowohl an den Einnahmenüberschüssen des Emittenten als auch am Wertzuwachs der Zielfonds. Allerdings sind die Rückflüsse bei elf Prozent pro Jahr gedeckelt. Trotz der Zweigliederung der Rückflüsse, einerseits ordentliche Erträge aus der Immobilienbewirtschaftung, andererseits außerordentliche Erträge aus Wertsteigerungen der Immobilien, stellen alle Rückflüsse Einkünfte aus Kapitalvermögen dar und sind entsprechend für Stiftungen steuerfrei zu vereinnahmen.

**Historie.** Einzelne Mitglieder des asuco-Teams verfügen über mehr als 25-jährige Erfahrung mit Immobilieninvestments und mit einem Investitionsvolumen von über 5 Milliarden Euro. Sie haben das Produkt Zweitmarktfonds im Jahr 1996 – damals unter dem Dach der HFS Hypo-Fondsbeteiligungen – entwickelt und am Markt eingeführt. Die im Jahr 2009 gegründete asuco-Unternehmensgruppe hat zwischen 2010 und 2015 fünf Zweitmarktfonds mit insgesamt 320 Millionen Euro Eigenkapital emittiert. Alle Fondsgesellschaften entwickelten sich kumuliert bis Ende 2016 besser als geplant. Die Privatplatzierungen asuco 1 und asuco 4 haben durchschnittlich circa 8,0 Prozent beziehungsweise 7,6 Prozent ausgezahlt, die Publikumsfonds asuco 2 6,5 Prozent, asuco 3 6,0 Prozent und asuco 5 5,8 Prozent. asuco verfügt über eine Datenbank, in der Geschäftsprozesse wie die Abgabe von Kaufangeboten, die Ankaufsabwicklung, Fondsbewertung und Fondsmanagement integriert sind. Für rund 500 Fonds können sofort Kaufangebote abgegeben werden, die von Marktteilnehmern bestätigte reibungslose und schnelle Ankaufsabwicklung durch asuco bringt einen Wettbewerbsvorsprung mit sich. 60 Prozent der 2016 erworbenen Zweitmarktanteile wurden durch den direkten Kontakt zum Verkäufer realisiert, 28 Prozent über Geschäftspartner, das waren in der Regel Vertriebe oder auf das Zweitmarktgeschäft spezialisierte Unternehmen, nur 12 Prozent der Käufe kam über Handelsplattformen zustande. Die Gewichtung der Ankaufsquellen ist von Jahr zu Jahr verschieden. Deutlich wird jedoch, dass asuco nicht von einem einzelnen Erwerbsweg abhängig ist. Bei Direktankäufen erhebt asuco nach eigenen Angaben keine Vermittlungsprovision.

**Gesellschafterhintergrund Emittent.** Der Emittent wird zu jeweils 48 Prozent von Dietmar und Paul Schloz gehalten, zu 4 Prozent von der asuco Geschäftsbesorgung GmbH. Das Kommanditkapital beträgt 25.000 Euro. 75 Prozent der Stimmrechte des Emittenten besitzt der Komplementär, die asuco Komplementär GmbH, deren alleiniger Gesellschafter die asuco Fonds GmbH ist.

**Namenschuldverschreibungen.** Die Schuldverschreibungen sind nachrangig gegenüber vorrangigen Verbindlichkeiten des Emittenten. Die Zwischenfinanzierung über 13 Millionen Euro, um ein Startportfolio aufzubauen, ist inzwischen vollständig zurückgeführt, so dass es keine Verbindlichkeiten des Emittenten gibt, die im Rang vor den Verbindlichkeiten gegenüber den Darlehensgebern stünden. Durch den qualifizierten Rangrücktritt sind die Anleger de facto dem Eigenkapital des Emittenten gleichgestellt. Die für dieses Angebot neu entwickelte Struktur der Namensschuldverschreibungen sieht eine vollständige, aber auf einen Maximalbetrag von 11 Prozent pro Jahr gedeckelte Partizipation der Anleger am Ergebnis des Emittenten und am Wertzuwachs der Zielinvestments vor. Da die Rückzahlung fälliger Namensschuldverschreibungen zum Nominalbetrag erfolgt, wird die Partizipation am Wertzuwachs über die Verzinsung erreicht. Hierzu wird zwischen variablen und nach oben gedeckelten Zinsen (6 Prozent pro Jahr) und variablen und nach oben gedeckelten Zusatzzinsen (5 Prozent pro Jahr) unterschieden. Fallen Zinsen und Zusatzzinsen in einzelnen Geschäftsjahren geringer aus als die vorgenannten maximalen Prozentsätze, dann werden die ausgefallenen Zins- und Zusatzzinszahlungen in den folgenden, besser laufenden, Geschäftsjahren nachgeholt. Die Zinsen entsprechen, vereinfacht ausgedrückt, grundsätzlich den Liquiditätsüberschüssen, die der Emittent während der Laufzeit der Namensschuldverschreibungen aus dem laufenden Geschäftsbetrieb erwirtschaftet, während die variablen Zusatzzinsengrundsätzlich aus Veräußerungsgewinnen aus liquidierten Zielfonds sowie aus dem Betrag gezahlt werden, um den der Net Asset Value der Namensschuldverschreibungen bei Fälligkeit den Nominalbetrag überschreitet. Entsprechend ist vorgesehen, Zinsen während der Laufzeit auszubezahlen, Zusatzzinsen jedoch erst bei Fälligkeit der Namensschuldverschreibungen. Der Wertzuwachs der Zielfonds wird grundsätzlich auf Basis der zum Zeitpunkt der Bewertung führenden Zweitmarkt-Handelsplattform (derzeit: Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG) ermittelt.

**Abgrenzung der Tranchen.** Die Netto-Einnahmen des Emittenten aus der Emission der einzelnen Serien der Namensschuldverschreibungen und die Einnahmen aus den Zielfonds werden nicht getrennt verwaltet, sondern sind Einnahmen des Emittenten, weshalb den einzelnen Serien nur betragsmäßige, quotale Anteile an den gesamten Einnahmen und Ausgaben des Emittenten und am gesamten Vermögen des Emittenten zugeordnet werden. Um damit einhergehende Verwässerungseffekte zu neutralisieren, wird zu jedem Jahresende der Net Asset Value der Namensschuldverschreibungen jeder Serie festgestellt und die entsprechende Wertsteigerungen oder Wertverluste der Zielinvestments „eingefroren“, so dass die Namensschuldverschreibungen einer Serie nur an Wertveränderungen derjenigen Zielinvestments teilnehmen, die ab dem Ende des Geschäftsjahres ihrer Emission eintreten.

**Investitionskriterien.** Die Investitionskriterien sind im Gesellschaftsvertrag des Emittenten geregelt. Investiert werden soll über den Zweitmarkt in geschlossene Immobilienfonds, die direkt oder indirekt in deutschen Gewerbeimmobilien investiert sind. Die Immobilien sollen sich an entwicklungsfähigen Standorten befinden oder eine hohe Vermietungsquote aufweisen. Zur Vermeidung von Klumpenrisiken ist eine Einzelinvestition auf zehn Prozent des emittierten Volumens beschränkt. Die Beteiligungen des Emittenten an den Zielfonds erfolgen mit einer langfristigen Investitionsabsicht. Ein Zwischenhandel soll nicht erfolgen, da nach Ansicht der asuco der tatsächliche Wert einer Beteiligung nur bei deren Liquidation realisierbar ist. Das ist ein wesentlicher Unterschied zu Zweitmarkt-Fonds von HTB, bei denen vorgesehen ist, während der Laufzeit Beteiligungen aktiv zu handeln.

**Finanzierung und laufende Kosten.** Da das Startportfolio bereits besteht und die dafür aufgenommenen Fremdmittel bereits zurückgeführt wurden, findet keine weitere Aufnahme von vorrangigem Fremdkapital statt, so dass die Zielfonds allein mit Mitteln aus Emissionserlösen und dem Eigenkapital des Emittenten erworben werden. Die anfänglichen Nebenkosten betragen 8,25 Prozent des Nominalkapitals der Namensschuldverschreibungen inklusive Agio. Die laufenden Nebenkosten setzen sich aus der Vergütung des Komplementärs und des geschäftsführenden Kommanditisten, der Kosten für die Führung des Namensschuldverschreibungsregisters und das Berichts- und Informationswesens sowie die Kosten des Jahresabschlussprüfers zusammen. Insgesamt betragen diese Kosten jährlich rund 0,32 Prozent des Nominalkapitals der Namensschuldverschreibungen. Das ist im Marktvergleich sehr günstig.

Für Reinvestitionen erhält asuco 3 Prozent der jeweiligen Anschaffungskosten. Bei Fälligkeit der Namensschuldverschreibungen fällt eine einmalige erfolgsabhängige Vergütung an, sofern der während der Laufzeit durchschnittlich gezahlte Zins zuzüglich Zusatzzins 7 Prozent pro Jahr überschreitet. Die erfolgsabhängige Vergütung beträgt 15 Prozent der diesen Prozentsatz überschreitenden Zinsen und Zusatzzinsen beziehungsweise gemäß Prognoserechnung circa 0,44 Prozent des Nominalbetrages der Namensschuldverschreibungen (mittleres Szenario). Liegt der durchschnittlich gezahlte Zins samt Zusatzzins unter 4,5 pro Jahr, beteiligt sich asuco mit 15 Prozent des unterschreitenden Betrages, allerdings gedeckelt in etwa auf eine Jahresvergütung des Emittenten.

**Rückfluss.** Die Namensschuldverschreibungen sind vom Emittenten am 10. Januar des auf das Laufzeitende (durch Zeitablauf oder vorzeitige Kündigung) folgenden Jahres vorbehaltlich der Regelungen des qualifizierten Rangrücktritts und vorbehaltlich ausreichender Liquidität in einer Summe zum Nominalbetrag zurückzuzahlen. Im Prognosezeitraum 2017 bis 2026 sind Gesamtauszahlungen in Höhe von circa 181 Prozent jeweils bezogen auf den Nominalbetrag prognostiziert (mittleres Szenario).

**Eignung für Stiftungen.** Der Anbieter ist ausgesprochen erfahren und verfügt über einen belastbaren Erfolgsnachweis über mehr als zwei Jahrzehnte. Die Anleihe ist langfristig angelegt, was dem Planungshorizont der meisten Stiftungen entgegenkommt. Das Risiko einer Immobilieninvestition wird über ein sehr breites Portfolio gestreut. Die Auswahl jedes einzelnen Zielfonds unterliegt einem klar definierten und bewährten Entscheidungsprozess. Immobilienbeteiligungen auf dem Zweitmarkt haben bereits einen Trackrecord, anhand vorliegender Geschäftsberichte lassen sich viel verbindlichere Prognosen über ihre weitere Entwicklung treffen als bei Immobilienbeteiligungen auf dem Erstmarkt. Der Zweitmarkt für Immobilienbeteiligungen hat sich zwischenzeitlich etabliert. Seit mehr als 15 Jahren finden auf professionalisierten Plattformen hohe Millionenumsätze statt. Der Zweitmarkt hat ein hohes Maß an Effizienz gewonnen, auch wenn er nicht die mit einer Wertpapierbörse vergleichbare Fungibilität gewährleistet. Dafür handelt es sich aber um einen Käufermarkt, das heißt der Erwerb von Beteiligungen unterhalb ihres inneren Wertes ist eher die Regel als die Ausnahme. Mit dieser Namensschuldverschreibung erzielen Stiftungen Einkünfte aus Kapitalvermögen. Das erleichtert die Darstellung der von den Tilgungszahlungen klar zu trennenden Zinszahlungen. Die Zinszahlungen – auch die Zusatzzinsen, die auf Ebene der Emittentin außerordentliche Erträge aus Wertzuwächsen sind – stellen auf Ebene der Stiftung unmittelbar verwendbare Erträge dar, das heißt, auch die Zusatzzinszahlungen am Ende der Laufzeit müssen nicht in die Umschichtungsrücklage gebucht werden, sondern können unmittelbar dem Förderzweck zufließen. Die Emittentin führt keine Quellensteuer ab. Eine Stiftung muss folglich nicht den Umweg über einen Erstattungsantrag gehen, sondern bekommt den vollen Zinsbetrag zu ihrer freien Verwendung ausbezahlt. Die Rückzahlung des Darlehens zum Nominalbetrag erleichtert die buchhalterische Darstellung der Erhaltung des Stiftungsvermögens. Ein Wiederaufleben der Haftung nach Paragraph 172 HGB, wie es nicht nur bei Schiffsbeteiligungen, sondern auch bei einigen Immobilienbeteiligungen seit der Finanzkrise vorkam und zu Rückforderungsansprüchen des Emittenten führen konnte, ist bei dieser Vermögensanlage konstruktionsbedingt ausgeschlossen. Grundsätzlich ist das Geschäftsmodell der Erzielung von Erträgen mit am Zweitmarkt erworbenen Beteiligungen gut dokumentiert, so dass seine Funktionstüchtigkeit auch für Dritte nachvollziehbar dargelegt werden kann. Zwar hat eine Stiftung als Investor keine Gesellschafterrechte, aber die von asuco bereitgestellten Unterlagen reichen aus, um etwa gegenüber Finanzamt und Stiftungsaufsicht den Reportingpflichten nachzukommen.

**fondstelegramm-Meinung.** asuco hat viel Erfahrung und nimmt sich selbst mit einem Modell der Erfolgsbeteiligung auf eine Weise in die Pflicht, wie es im Kapitalanlagemarkt einzigartig ist. Denn asuco nimmt nicht nur an einer positiven Abweichung von der Prognose teil, sondern gleicht über eine Malus-Regelung auch eine negative Abweichung von der Prognose wenigstens zu einem nennenswerten Teil aus. Dass die Interessen von Anbieter und Anleger hier gleichgerichtet sind, ist mehr als nur ein Lippenbekenntnis. Das für die Investition in eine Namensschuldverschreibung notwendige Vertrauen wird durch die Erfahrung und den bisherigen Erfolgsnachweis der asuco und ihr Kommunikationsverhalten im Hinblick auf Transparenz und Verbindlichkeit gerechtfertigt.

**Als Portfoliobestandteil eines größeren Stiftungsvermögens geeignet.**