

▣ Z W E I T M A R K T

## Analyse: asuco ZweitmarktZins 01-2016

### asuco startet Daueremittenten für Namensschuldverschreibungs-Serien mit Zweitmarkt-Immobilienfonds

28.10.2016 von Tilman Welther

**Angebot.** Angeboten werden Namensschuldverschreibungen des Emittenten asuco Immobilien-Sachwerte GmbH & Co. KG, der in am Zweitmarkt erworbene geschlossene Immobilienfonds investiert. Die Serie ZweitmarktZins 01-2016 soll bis zu 52,5 Millionen Euro inklusive Agio umfassen. Zum Datum der Prospektherausgabe sind bereits knapp 30 Prozent des Zielvolumens investiert. Der Nennbetrag einer Namensschuldverschreibung liegt bei 1.000 Euro. Eine Zeichnung ist ab 5.000 Euro zuzüglich fünf Prozent Agio möglich. Die Namensschuldverschreibungen sind mit variablen Zinsen ausgestattet. Gemäß Anleihebedingungen partizipieren die Anleger an den Einnahmenüberschüssen des Emittenten und am Wertzuwachs der Zielfonds, allerdings gedeckelt auf zehn Prozent pro Jahr. Die Anleger erzielen Einkünfte aus Kapitalvermögen. Die Schuldverschreibungen der Serie ZweitmarktZins 01-2016 laufen bis zum 30. September 2026. Der Emittent kann einerseits Verlängerungsoptionen ziehen andererseits zum 30. September 2020 die Namensschuldverschreibungen vorzeitig kündigen. Der Emittent beabsichtigt, parallel und in den kommenden Jahren weitere Namensschuldverschreibungen der Serie ZweitmarktZins zur Zeichnung anzubieten. Aktuell werden im Rahmen einer Privatplatzierung Namensschuldverschreibungen der Serie ZweitmarktZins 00-2016 pro mit einem Emissionskapital von maximal 30,9 Millionen Euro inklusive Agio und einer Mindestzeichnungssumme von 200.000 Euro zuzüglich drei Prozent Agio angeboten. Geplant ist eine weitere Tranche mit einem Emissionskapital von maximal 52 Millionen Euro inklusive Agio und einer Mindestzeichnungssumme von 100.000 Euro zuzüglich vier Prozent Agio. Die durch die höheren Anlagebeträge mögliche Kostenskalierung ermöglicht eine Anhebung der jeweiligen Zinsprognosen.

**Historie.** Mitglieder des asuco-Teams verfügen über 20-jährige Erfahrung mit geschlossenen Immobilienfonds und Investitionen von über 5 Milliarden Euro. Sie haben das Produkt Zweitmarktfonds im Jahr 1996 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 2015 besser als geplant. Die Privatplatzierungen asuco 1 und asuco 4 haben durchschnittlich circa 8,1 Prozent beziehungsweise 7,8 Prozent ausgezahlt, die Publikumsfonds asuco 2 6,5 Prozent, asuco 3 5,9 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. 48 Prozent der 2015 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 24 Prozent der Käufe kamen 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 Geschäftsbesorgungs 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.

**Namensschuldverschreibungen.** Die Schuldverschreibungen sind nachrangig gegenüber vorrangigen Verbindlichkeiten des Emittenten, was jedoch laut Anbieter nur bei kurzfristigen Zwischenfinanzierungen der Fall sein wird. Durch den qualifizierten Rangrücktritt sind die Anleger damit de facto dem Eigenkapital des Emittenten gleichgestellt. Die für dieses Angebot neu entwickelte Struktur der Namensschuldverschreibungen sieht eine vollständige, aber auf einen Maximalbetrag von 10 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 (5,5 Prozent pro Jahr) und variablen und nach oben gedeckelten Zusatzzinsen (4,5 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 Zusatzzinsen grundsätzlich 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 auszubehalten, 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. 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. Die Schuldverschreibungen sind am 30. September 2026 zur Rückzahlung fällig. Der Emittent kann die Laufzeit jedoch zunächst um zwei Jahre, im Anschluss um achtmal ein Jahr verlängern. Anleger können den einjährigen Verlängerungen widersprechen, müssen dann aber Zinsabschläge für das jeweils letzte Jahr hinnehmen. Anleger bekommen regelmäßig den Jahresbericht, eine Bestandsanalyse der Zielinvestments und eine Liquiditätsvorschau zugesandt. Darüber hinaus ist plant, mindestens alle drei Jahre eine Informationsveranstaltung durchzuführen.

**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. asuco nimmt an, dass die Anlegergelder in rund 200 Zielfonds von 40 Anbietern fließen und damit eine Risikostreuung auf mehr als 350 Immobilien erreicht werden kann. 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 beispielsweise ein wesentlicher Unterschied zum Zweitmarkt-AIF HTB 7, der plant, während der Laufzeit Beteiligungen aktiv zu handeln.

**Startportfolio.** Der Emittent und seine 100-prozentige Tochter, die asuco Pro GmbH, haben zum Datum der Prospektherausgabe circa 13 Millionen Euro in 202 Zielfonds von 40 Anbietern investiert. 98 Prozent der 335 Immobilien der Zielfonds liegen in Deutschland. Der Vermietungsstand liegt bei 97 Prozent. 84 Prozent des investierten Volumens wurden über den Zweitmarkt abgewickelt, 16 Prozent waren Kapitalerhöhungen. Die sieben größten Einzelinvestments repräsentieren circa 41 Prozent des Portfolios. Das größte Einzelinvestment mit 2 Millionen Euro beziehungsweise 15 Prozent des bisherigen Investitionsvolumens ist der Falk 58, Einkaufszentrum Moritzhof in Leipzig. Rund 1,3 Millionen Euro wurden für den 1997 emittierten Dr. Ebertz SWF 79 mit dem von der ECE gemanagten Werre Einkaufspark Bad- Oeynhausen ausgegeben. Über die Hälfte der auf die Immobilien der Zielfonds entfallenden Nutzfläche ist Einzelhandelsfläche, über ein Fünftel Bürofläche. Das Startportfolio weist eine laufende Ausschüttungsrendite von 6 Prozent für das Jahr 2015 auf und entschuldet sich jährlich um circa 6,8 Prozent (als Tilgungsgewinn bezeichnet).

**Finanzierung und laufende Kosten.** Der Emittent plant bis auf kurzfristige Zwischenfinanzierungen keine Aufnahme von vorrangigem Fremdkapital, so dass die Zielfonds mit Mitteln aus Emissionserlösen und dem Eigenkapital des Emittenten in Höhe von 25.000 Euro erworben werden. Die anfänglichen Nebenkosten betragen 13,4 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 0,57 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 172,5 Prozent jeweils bezogen auf den Nominalbetrag prognostiziert (mittleres Szenario). Das entspricht einer IRR-Rendite von jährlich circa 4,4 Prozent nach Steuern. Anleger erzielen Einkünfte aus Kapitalvermögen.

**Eignung für Stiftungen.** Die Risikostreuung durch das breit diversifizierte Portfolio macht die Namensschuldverschreibungen auch für Stiftungen interessant. Bei Namensschuldverschreibungen ist die getrennte Darstellung von Tilgungszahlungen und Zinsen viel einfacher als etwa bei geschlossenen Fonds, was die Handhabung für Stiftungen vereinfacht. Die Rückzahlung zum Nominalbetrag erleichtert die buchhalterische Darstellung der Erhaltung des Stiftungsvermögens, die Verzinsung kann ungeschmälert für den Stiftungszweck verwendet werden.

**fondstelegramm-Meinung.** Bisher entwickelten sich alle asuco-Zweitmarktfonds kumuliert besser als prognostiziert. Das innovative Konzept der Namensschuldverschreibungen ermöglicht den Anlegern eine Teilhabe nicht nur am Einnahmenüberschuss des Emittenten, sondern auch am Wertzuwachs der Zielfonds. Die erfolgsabhängige Vergütung, die auch eine Malus-Regelung bei schlechter Performance vorsieht, sorgt für gleichgerichtete Interessen von Anleger und Anbieter. Das fehlende Mitbestimmungsrecht der Anleger als Gläubiger des Emittenten wird teilweise durch ein detailliertes Berichtswesen und Informationsveranstaltungen ausgeglichen. Der Erwerb von Namensschuldverschreibungen ist und bleibt aber eine Vertrauensinvestition in die handelnden Personen. Bei asuco haben sie dieses Vertrauen bisher in überzeugender Art und Weise gerechtfertigt.

**Grünes Licht also für die Zeichner der Serie 01-2016.**