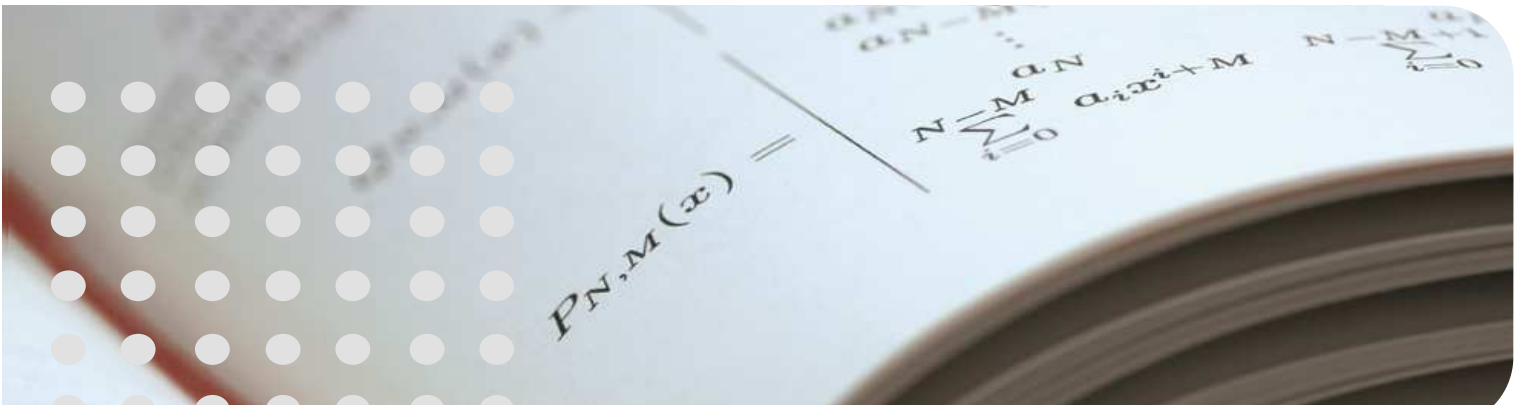
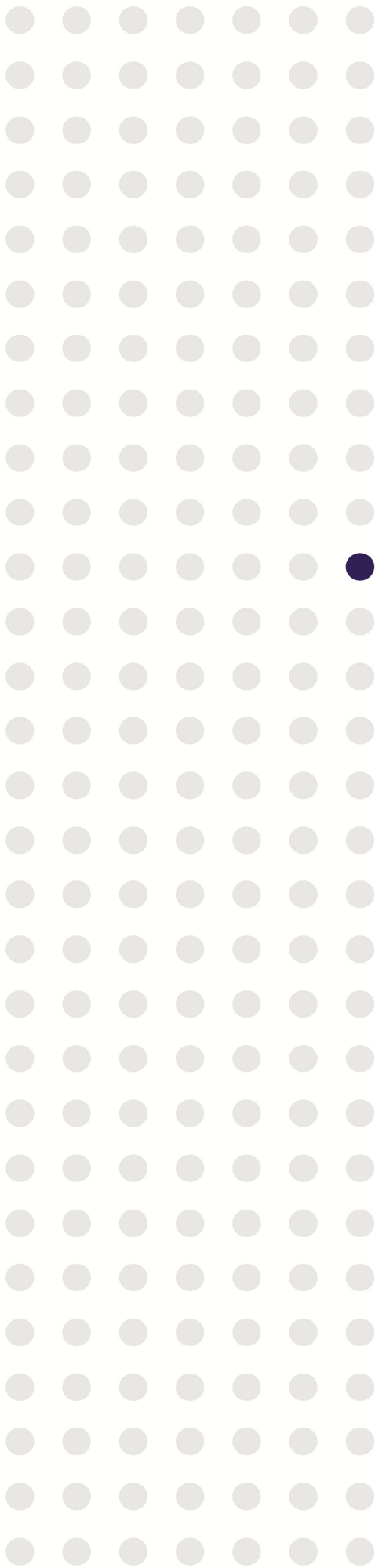


● **ZweitmarktZins 01-2016**

Beteiligungsanalyse



TKL.FONDS
GESELLSCHAFT FÜR FONDSCONCEPTION UND -ANALYSE MBH



Beteiligungsanalyse

● **ZweitmarktZins 01-2016**

Aktualisiert:

Erstellt: **29. November 2016**

**ALLE RECHTE VORBEHALTEN!
NACHDRUCK - AUCH AUSZUGSWEISE -
NUR MIT GENEHMIGUNG DES
VERFASSERS!**

Executive Summary

I.	Die Beteiligung im Überblick	4
II.	Beurteilung	4
1.	Qualitative Einschätzung	4
2.	Finanzielle Einschätzung	6
III.	Gesamturteil	6
A.	Qualitative Einschätzung	
	Initiator	7
	Fondskonzeption	8
	Investitionsobjekt	10
	Ankaufsprozess	13
B.	Kostenstruktur und Ergebnisverteilung	
	Kostenstruktur und Ergebnisverteilung	14
C.	Gesamturteil	16
D.	Pflichtangaben zu Finanzanalysen gem. § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG i.V.m der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)	17
E.	Methodische Vorgehensweise	21
F.	Finanzmathematischer Anhang	24

Executive Summary

I. Die Beteiligung im Überblick

Allgemeine Daten der Namensschuldverschreibung	
Bezeichnung der Namensschuldverschreibung	ZweitmarktZins 01-2016
Initiator	asuco Vertriebs GmbH
Investitionsobjekt	Mittelbare oder unmittelbare Investitionen überwiegend in deutsche Immobilien
Datum der Prospektaufstellung	22. September 2016
Analysedatum	29. November 2016
Ende der Platzierung	spätestens zwölf Monate nach Prospektbilligung
Laufzeit der Namensschuldverschreibung	bis zum 30. September 2026
Kündigung frühestens möglich zum	vorzeitige ordentliche Kündigung nicht möglich
Haftung im Außenverhältnis	beschränkt auf den Erwerbspreis der Namensschuldverschreibung zzgl. Agio
Währung der Namensschuldverschreibung	EUR
Mindestzeichnungssumme in EUR	5.000
Einzahlungstermine	
nach Annahme	100% des Nominalwertes zzgl. Agio
Emissionskapital ohne Agio in TEUR	50.000
Agio in % des Emissionskapitals	5,0%
Emissionskapital inkl. Agio (Gesamtinvestition) in TEUR	52.500
Anmerkungen:	
-	

II. Beurteilung

1. Qualitative Einschätzung

Initiator	
Erfahrung	
Anzahl platzierter Fonds	5
Realisiertes Investitionsvolumen in Mio. €	320,3
Anzahl platzierter Zweitmarktfonds	5
Durchschnittliches Volumen platzierter Real Estate Private Equity Fonds in Mio. EUR	64,1
Performance bereits aufgelegter Fonds*	
Alle Fonds des Initiators	
Vergleich prospektierter und realisierter Ausschüttungen	0 unter Plan, 0 im Plan, 5 über Plan
Vergleich prospektierter und realisierter Tilgungen	0 unter Plan, 0 im Plan, 0 über Plan
Note	1,75
Anmerkungen:	
* Stand: Leistungsbilanz 2015	

Executive Summary

Fondskonzeption	
Emittent der Namensschuldverschreibung	asuco Immobilien-Sachwerte GmbH & Co. KG
Prospektprüfungsbericht	vorhanden
Steuerliche Konzeption	die Anleger erzielen Einkünfte aus Kapitalvermögen
Steuergutachten	k.A.
Platzierungsgarantie*	nicht vorhanden
Für das Zustandekommen des Fonds erforderliche Mindestplatzierung	k.A.
Note	2,40
Anmerkungen:	
*Nach Aussage des Initiators besteht aufgrund des bisher platzierten Kapitals in Höhe von ca. 8,0 Mio. EUR kein Rückabwicklungsrisiko.	
Investitionsobjekt	
Angestrebte Diversifikation auf Zielfonds	mehr als 200 Zielfonds
Angestrebte Immobilienarten	überwiegend Gewerbeimmobilien
Angestrebte Regionen und Länder	überwiegend deutsche Immobilien
Blind-Pool-Charakter	19% der Zielobjekte stehen fest; 81% der Zielobjekte sind in Verhandlung
Intensive Prüfung der Zielobjekte durch das Management des Fonds	vorhanden
Kann das Fondsmanagement von den Investitionskriterien abweichen?	nein
Maximales prozentuales Investitionsvolumen in hauseigene Produkte des Initiators	0,00%
Berichterstattung an die Anleger über die Investitionsaktivitäten und die Entwicklung der Projekte	in der Investitionsphase vierteljährlich, in der Betriebsphase jährlich
Note	2,00
Anmerkungen:	
-	
Ankaufsprozess	
Management des Fonds	
Fondsmanagement	asuco-Unternehmensgruppe
Erfahrung des Fondsmanagements im Ankauf von Zweitmarktbeteiligungen	sehr erfahren
Auswahl der Zielfonds	
Wird das Fondsmanagement von externen Partnern unterstützt?	ja
Namentlich genannte externe Partner	Netzwerk von Spezialisten
Note	1,85
Anmerkungen:	
-	

Executive Summary

2. Finanzielle Einschätzung

Kostenstruktur und Ergebnisverteilung	
Investitionsphase	
Investitionsgrad mit Liquiditätsreserve in %	91,60%
Fondskosten in der Investitionsphase ohne Agio in % des Emissionskapitals ohne Agio	8,40%
Fondskosten in der Investitionsphase zzgl. Agio in % des Emissionskapitals inkl. Agio	12,76%
Betriebsphase	
Variable Fondskosten in der Betriebsphase p.a. in % des Emissionsvolumens	0,57% p.a.
Provision in % der Brutto-Veräußerungserlöse bei Verkauf von Immobilienprojekten	0,00%
Ergebnisverteilung*	
Vorzugsrendite ("Hurdle Rate") für die Anleger	7,00%
Ergebnisbeteiligung der Anleger	
Ergebnisbeteiligung der übrigen Gesellschafter und des Managements	15,0%
Note	1,95
Anmerkungen:	
* Bei Fälligkeit erhält das Fondsmanagement eine erfolgsabhängige Vergütung in Höhe von 15% der durchschnittlich 7% p.a. übersteigenden Zins- und Zusatzzinszahlungen während der Laufzeit. Eine negative erfolgsabhängige Vergütung, die die asuco Geschäftsbesorgungs GmbH erstatten muss, entsteht in Höhe von 15 % des den unteren Grenzwert von 4,5% p.a. unterschreitenden durchschnittlichen Prozentsatzes.	

III. Gesamturteil

Gesamturteil		
Initiator	(15,0%)	1,75
Fondskonzeption	(15,0%)	2,40
Investitionsobjekt	(27,5%)	2,00
Ankaufsprozess	(27,5%)	1,85
Kostenstruktur und Ergebnisverteilung	(15,0%)	1,95
Gesamtnote*		(100,0%) 1,97
Rating**		★★★★★
Anmerkungen:		
*	Gewichteter Durchschnitt der fünf Teilnoten.	
**	★★★★★	Sehr gut (Note 1,00 - 2,00)
	★★★★	Gut (Note 2,01 - 2,50)
	★★★	Platzierungsfähig (Note 2,51 - 3,00)
	★★	Uninteressant (Note 3,01 - 3,50)
	★	Mangelhaft (Note 3,51 - 5,00)

A. Qualitative Einschätzung

Initiator

Initiator	
Name	asuco Vertriebs GmbH
Anschrift	Pestalozzistraße 33, 82041 Deisenhofen
Internet	www.asuco.de
Gründung	2009
Unternehmensgruppe	asuco-Gruppe

Erfahrung*			
Anzahl platzierter Fonds			5
Realisiertes Investitionsvolumen in Mio. €			320
davon:	Anzahl	Volumen	
		in Mio. €	Ø in Mio. €
Zweitmarktfonds	5	320,3	64,1
Multi-Asset-Fonds	0	0,0	-
Sonstige	0	0,0	-
Anmerkungen:			
* Stand: Leistungsbilanz 2015.			

Performance bereits aufgelegter Fonds des Initiators*			
	unter Plan	im Plan	über Plan
Ausschüttung	0	0	5
Tilgung	0	0	0
Abgeschlossene Fonds		0	
Anmerkungen:			
* Angaben gemäß Leistungsbilanz 2015.			

Beurteilung des Initiators
Die asuco-Unternehmensgruppe wurde 2009 als bankenunabhängiges Emissionshaus für Immobilien-Zweitmarktfonds gegründet. Das Stammkapital des alleinigen Gesellschafters des Initiators wird von den Geschäftsführern Hans-Georg Acker, Dietmar Schloz und Robert List in Höhe von insg. 79% sowie von leitenden Mitarbeitern gehalten. Das Management und die Mitarbeiter verfügen über langjährige Branchenerfahrung zum Teil in leitenden Funktionen. Zu den Erfahrung gehören der Aufbau des Emissionshauses H.F.S. im Konzern einer deutschen Großbank, Konzeptions- und Fondsmanagement-Know-How für geschlossene Immobilien-, Leasing- und Immobilien-Zweitmarktfonds mit Investitionen im In- und Ausland, Vertriebsverantwortung für ein platziertes Eigenkapital in Höhe von 2,5 Mrd. EUR, Etablierung eines Zweitmarktes für geschlossene Fonds mit einem kumulierten Umsatz von rund 730 Mio. EUR Nominalkapital bei rund 13.000 Umsätzen, Entwicklung und Management von fünf Initiatoren übergreifenden Zweitmarktfonds mit ca. 320 Mio. EUR Investitionsvolumen und Beteiligungen an über 300 Fondsgesellschaften. Bislang hat die asuco-Gruppe fünf Immobilien-Zweitmarktfonds mit einem Investitionsvolumen von 320 Mio. EUR aufgelegt. Die Ausschüttungen aller Fonds liegen über Plan. Das vorliegende Angebot zur Zeichnung einer Namensschuldverschreibung und das parallel angebotene Private Placement sind der sechste und siebte Immobilien-Zweitmarktfonds des Initiators.
Note
1,75

A. Qualitative Einschätzung

Fondskonzeption

Rechtliche Konzeption

Rechtsform

Namensschuldverschreibungen

Über den Kauf von Namensschuldverschreibungen stellt der Anleger dem Emittenten nachrangiges Fremdkapital zur Verfügung. Sollte der Emittent vorrangiges Fremdkapital aufnehmen, würde dieses bevorzugt bedient werden. Vorrangiges Fremdkapital ist nur zur Finanzierung von Investitionen für eine voraussichtliche Laufzeit von einem Jahr und zur Rückzahlung fälliger Namensschuldverschreibungen zum Nominalbetrag, einschließlich der Zahlung fälliger Zinsen und Zusatzzinsen, erlaubt. Es besteht grundsätzlich das Risiko eines Totalverlusts des eingesetzten Kapitals inkl. Agio. Durch Verpflichtungen aus einer persönlichen Anteilsfinanzierung kann auch weiteres Vermögen des Anlegers gefährdet sein.

Nachschusspflicht

ausgeschlossen

Emittent

asuco Immobilien-Sachwerte GmbH & Co. KG

Mittelverwendungskontrolle

nicht vorhanden

Eine unabhängige Mittelverwendungskontrolle ex ante ist nicht vorhanden. Somit besteht grundsätzlich das Risiko, dass das eingesammelte Kapital nicht zweckgemäß verwendet wird. Allerdings handelt es sich bei der asuco-Gruppe um einen renommierten Marktteilnehmer, der mit seiner Reputation für die korrekte Mittelverwendung bürgt. Weiterhin wird jährlich ein Jahresabschluss erstellt, der durch einen Wirtschaftsprüfer geprüft wird. Somit erfolgt nachträglich eine unabhängige Mittelverwendungskontrolle. Der Grund für die fehlende Mittelverwendungskontrolle besteht laut Initiator in den täglichen Abläufen des operativen Geschäfts. Da laufend zahlreiche Beteiligungen an Zielfonds geprüft und erworben werden, wäre eine unabhängige Mittelverwendungskontrolle schwer durchführbar bzw. mit hohen Kosten verbunden.

Führung des Namensschuldverschreibungsregisters

SachsenFonds Treuhand GmbH

Prospektprüfungsbericht

vorhanden

Laufzeit der Namensschuldverschreibung

bis zum 30. September 2026

Kündigung frühestens möglich zum

vorzeitige ordentliche Kündigung nicht möglich

Haftung im Außenverhältnis

beschränkt auf den Erwerbspreis der Namensschuldverschreibung zzgl. Agio

Anmerkungen:

-

Steuerliche Konzeption

Steuerliche Konzeption

Emittent ist vermögensverwaltend

Betriebsstätte des Emittenten

Deutschland

Einkunftsart für die Anleger

Einkünfte aus Kapitalvermögen

Steuergutachten

k.A.

Besonderheiten und Risiken der steuerlichen Konzeption

Auf die Zinszahlungen und auf eventuelle Veräußerungsgewinne wird derzeit Kapitalertragsteuer (Abgeltungssteuer) in Höhe von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % sowie ggf. Kirchensteuer fällig, sofern der Anleger (Gläubiger) als natürliche Person in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig ist und die Namensschuldverschreibungen im Privatvermögen hält. Es besteht grundsätzlich ein Steuerrechtsänderungsrisiko durch geänderte Steuergesetze, neue Erlasse und Verordnungen.

Anmerkungen:

-

A. Qualitative Einschätzung

Fondskonzeption - Fortsetzung

Wirtschaftliche Konzeption	
Mindestzeichnungssumme	5.000 EUR
Einzahlungstermine nach Annahme	100% des Nominalwertes zzgl. Agio
Geplantes Ende der Platzierungsfrist	spätestens zwölf Monate nach Prospektbilligung
Platzierungsgarantie	nicht vorhanden
Nach Aussage des Initiators besteht aufgrund des bisher platzierten Kapitals in Höhe von ca. 8,0 Mio. EUR kein Rückabwicklungsrisiko.	
Für das Zustandekommen des Fonds erforderliche Mindestplatzierung	k.A.
Besonderheiten der wirtschaftlichen Konzeption	
Die Namensschuldverschreibungen werden mit einem variablen Zinssatz von bis zu 5,5% p.a. sowie Zusatzzinsen in Höhe von bis zu 4,5% p.a., bezogen auf den Nominalbetrag, verzinst. Die Höhe der Zinsen und Zusatzzinsen hängt von den laufenden Einnahmen und Ausgaben des Emittenten und somit auch von der Wertentwicklung des Zielfonds-Portfolios ab. Zinsen und Zusatzzinsen, die in den Vorjahren nicht gezahlt werden konnten, werden bei entsprechender positiver Entwicklung nachgeholt. Die Namensschuldverschreibungen haben eine Laufzeit - vorbehaltlich einer vorzeitigen Kündigung oder Verlängerung durch den Emittenten - bis zum 30.09.2026. Der Emittent kann die Namensschuldverschreibungen jeweils zum 30.09. eines Jahres, frühestens jedoch zum 30.09.2020, mit einer Kündigungsfrist von mindestens 6 Monaten ordentlich kündigen. Weiterhin ist der Emittent berechtigt, die Laufzeit jeder einzelnen Namensschuldverschreibung um 1 x 2 Jahre und anschließend um 8 x 1 Jahr zu verlängern. Den Verlängerungen um 8 x 1 Jahr können die Anleger allerdings gegen eine Verringerung der letzten Zinszahlung widersprechen. Somit beträgt die Laufzeit der Namensschuldverschreibung zwischen zwei und zwölf Jahren, bei Zustimmung der Anleger und auf Wunsch des Emittenten bis zu 20 Jahren. Positiv hervorzuheben sind die in hohem Maße erfolgsabhängig gestaltete Managementvergütung (siehe Abschnitt "Kostenstruktur und Ergebnisverteilung") und die Tatsache, dass die asuco-Geschäftsführer selbst in die asuco-Produkte investieren ("partnerschaftliches Investieren"). Das führt zu gleichgerichteten Interessen und schwächt potenzielle Interessenskonflikte ab.	
Anmerkungen:	
-	
Beurteilung der Fondskonzeption	
Anleger haben die Möglichkeit, Namensschuldverschreibungen der asuco Immobilien-Sachwerte GmbH & Co. KG zu zeichnen. Es handelt sich dabei um nachrangiges Fremdkapital. Die Aufnahme von vorrangigem Fremdkapital ist nur zur Finanzierung von Investitionen für eine voraussichtliche Laufzeit von einem Jahr und zur Rückzahlung fälliger Namensschuldverschreibungen zum Nominalbetrag, einschließlich der Zahlung fälliger Zinsen und Zusatzzinsen, erlaubt. Der Emittent wird mit dem eingeworbenen Emissionskapital nach Abzug der vertraglich vereinbarten einmaligen weichen Kosten i. d. R. am Zweitmarkt oder durch Teilnahme an Kapitalerhöhung Anteile an geschlossenen Immobilienfonds oder direkt Immobilienobjekte erwerben. Die Namensschuldverschreibungen können eine Laufzeit zwischen vier und zwölf Jahren sowie bei Zustimmung der Anleger und auf Wunsch des Emittenten bis zu 20 Jahren aufweisen. Eine unabhängige Mittelverwendungskontrolle ist nicht vorhanden. Somit besteht grundsätzlich das Risiko, dass das eingesammelte Kapital nicht zweckgemäß verwendet wird. Allerdings bürgt die asuco-Gruppe mit ihrer guten Reputation für die korrekte Mittelverwendung. Weiterhin erfolgt durch die Erstellung eines geprüften Jahresabschluss nachträglich eine unabhängige Mittelverwendungskontrolle. Eine Platzierungsgarantie liegt nicht vor. Allerdings besteht nach Aussage des Initiators aufgrund des bisher platzierten Kapitals in Höhe von ca. 8,0 Mio. EUR kein Rückabwicklungsrisiko. Ein Prospektprüfungsbericht liegt vor. Die in hohem Maße erfolgsabhängig gestaltete Managementvergütung und die Tatsache, dass die asuco-Geschäftsführer selbst in die asuco-Produkte investieren ("partnerschaftliches Investieren"), schwächen potenzielle Interessenskonflikte ab. Insgesamt entspricht die Konzeption den erforderlichen Standards.	
Note	2,40

A. Qualitative Einschätzung

Investitionsobjekt

Grundlagen zu Multi-Asset- und Zweitmarktfonds

Multi-Asset- und Zweitmarktfonds erwerben Anteile oder atypisch stille Beteiligungen an deutschen und ausländischen Personen- und Kapitalgesellschaften. Bei einem Multi-Asset- bzw. Zweitmarktfonds handelt es sich um einen diversifizierten Dachfonds.

Zur Begründung für die Investition in Multi-Asset- und Zweitmarktfonds wird regelmäßig die von Markowitz entwickelte Portfoliotheorie herangezogen, nach der langfristig die Portfolioallokation für das Anlageergebnis entscheidend ist.

Durch einen Multi-Asset-Fonds soll dem Anleger ermöglicht werden, mit einer vergleichsweise niedrigen Anlagesumme sein Portfolio um ein breit diversifiziertes Portfolio von Assets zu ergänzen, die keine oder nur eine geringe Korrelation zu den übrigen Anlagen in seinem Portfolio aufweisen.

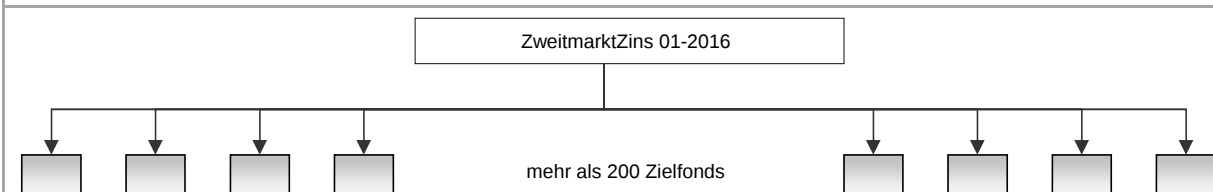
Zweitmarktfonds, die in Zielfonds einer bestimmten Assetart investieren, diversifizieren nicht über verschiedene Assetarten. Somit dürfte der Diversifikationseffekt geringer als bei Multi-Asset-Fonds sein. Trotzdem wird ein Diversifikationseffekt durch die Streuung über verschiedene Asseteigenschaften (z.B. Größe bei Schiffen, Nutzungsart und Standort bei Immobilien usw.) und Assetmanager erzielt.

Multi-Asset-Fonds beziehen Einnahmen aus den Fondsgesellschaften, an denen sie beteiligt sind. Für ihren Erfolg ist daher die Auswahl der Beteiligungen von entscheidender Bedeutung. Da Multi-Asset-Fonds im Allgemeinen als Blind Pool konzipiert sind, die Zielfonds also erst nach der Platzierungsphase erworben werden, sind verlässliche und transparente Investitionskriterien erforderlich, die es dem Anleger möglich machen, den Auswahlprozess der Zielfonds im Rahmen seiner Anlageentscheidung zu berücksichtigen.

Diversifikation - Fortsetzung

Investitionsobjekt Mittelbare oder unmittelbare Investitionen überwiegend in deutsche Immobilien

Geplante Diversifizierung nach Asset-Klassen nur Immobilien und Immobilienfonds



Angestrebte Immobilienarten überwiegend Gewerbeimmobilien

Angestrebte Regionen und Länder überwiegend deutsche Immobilien

Eine im Januar 2004 veröffentlichte Studie von Weidig und Mathonet vom European Investment Fund (EIF) kommt zum Ergebnis, dass die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes bei einem Einzelinvestments 30% beträgt, bei einem in zahlreiche Unternehmen investierenden Private-Equity-Fonds dagegen sehr gering ist. Bei einem Dachfonds, der in mehrere Zielfonds investiert, ist die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes nahezu Null. Der maximale Diversifikationseffekt ist bereits bei einem Portfolio mit 20 bis 30 Zielfonds fast vollständig erreicht.

Auch eine im Dezember 2008 durchgeführte Studie der Berenberg Private Capital GmbH kommt zum Ergebnis, dass durch das professionelle Management eines Dachfonds das Kapitalverlust-Risiko nahezu verschwindet.

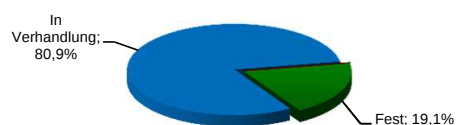
Diese Erkenntnisse für Private-Equity-Dachfonds sind zwar nur bedingt auf Multi-Asset- und Zweitmarktfonds übertragbar, da die Zielinvestments eine höhere Korrelation untereinander aufweisen dürften. Ein Diversifikationseffekt sollte dennoch zu beobachten sein.

Blind-Pool-Charakter

Stehen die Zielobjekte, in die investiert werden soll, bereits fest?

teilweise

Konkretisierungsgrad	Anteil
Zielobjekte stehen bereits fest	19,1%
Zielobjekte in Verhandlung	80,9%
Zielobjekte stehen noch nicht fest	0,0%



Beurteilung des Blind-Pool-Charakters des Fonds:

Zum 23.09.2016 waren Beteiligungen an 207 verschiedenen Zielfonds von 44 Anbietern für einen Gesamtbetrag von ca. 14,2 Mio. EUR erworben worden. Mittelbar ist der Emittent an 338 Immobilien verschiedener Nutzungsarten, die einen durchschnittlichen Vermietungsstand von 97% aufweisen, beteiligt. Das Beteiligungsportfolio scheint damit gut diversifiziert zu sein.

Insgesamt sind 19,1% der geplanten Investitionssumme bereits angelegt. Weiterhin verfügt die asuco über eine umfassende Datenbank, in der über 900 Fonds, davon 500 mit Kaufkursen, erfasst sind. Das Fondsmanagement ist demnach in der Lage, das eingezahlte Emissionskapital schnell zu investieren. Es handelt sich somit um eine mittelbare Beteiligung mit eingeschränktem Blind-Pool-Charakter.

A. Qualitative Einschätzung

Investitionsobjekt - Fortsetzung

Investitionsprozess	
Intensive Prüfung der Zielobjekte durch das Management des Fonds	vorhanden
<u>Bei der Auswahl der Zielfonds einzuhaltende Investitionskriterien</u>	
- Mittelbare oder unmittelbare Investitionen überwiegend in inländische Gewerbeimmobilien an entwicklungsfähigen Standorten und/oder mit hohem Vermietungsstand. - Vorlage des Verkaufsprospektes und/oder von Unterlagen, die zumindest wesentliche Angaben zur Vermietung, Finanzierungsstruktur, Liquiditätssituation, zu wesentlichen Geschäftsvorfällen und zur steuerlichen Situation beinhalten. - Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung bzw. Einkünfte aus Kapitalvermögen gemäß den bei der jeweiligen Ankaufsentscheidung berücksichtigten Unterlagen. Bei anderen Einkunftsarten muss der Erwerb mittelbar über eine Kapitalgesellschaft (100%ige Tochtergesellschaft des Emittenten) erfolgen. - Anlegerfreundliches Vertragswerk. - Investition in Zielfonds überwiegend in Beteiligungen, die am Zweitmarkt gehandelt werden. - Maximale Einzelinvestition 10 % der emittierten Namensschuldverschreibungen aller Serien. - Ankaukurs für die Zielfonds orientiert sich am inneren Wert (Verkehrswert), den die geschäftsführenden Gesellschafter des Emittenten ermittelt haben. Bei Leasingfonds entspricht der innere Wert dem Barwert der zukünftigen Zahlungsströme.	
Kann das Fondsmanagement von den Investitionskriterien abweichen?	nein
Maximales prozentuales Investitionsvolumen in hauseigene Produkte des Initiators	0,00%
Der Initiator hat bislang lediglich Zweitmarktfonds aufgelegt. Somit besteht nicht die Möglichkeit, in hauseigene Produkte zu investieren. Dadurch können potenzielle Interessenskonflikte nicht entstehen.	
Grundsätzlich entstehen durch die Fokussierung auf hauseigene Fonds Interessenskonflikte, die dazu führen können, dass nicht die besten Fonds einer Asset-Klasse ins Fondsportfolio aufgenommen werden. Dies ist einerseits dann der Fall, wenn andere Emissionshäuser Produkte einer Asset-Klasse emittieren, die aus Anlegersicht eine höhere Qualität aufweisen. Diese Fonds werden aber von Anfang an vom Auswahlprozess ausgeschlossen und können somit nicht ins Portfolio aufgenommen werden. Das führt zu einer aus Anlegersicht suboptimalen Asset Allocation. Andererseits besteht die Gefahr einer „negativen Auslese“. Wenn sich Fonds eines Emissionshauses nicht gut platzieren lassen, evtl. auch auf Grund geringerer Qualität, besteht für das Emissionshaus das Interesse, diese Fonds in einen hauseigenen Multi-Asset-Fonds aufzunehmen. Somit können von den Anlegern ansonsten nicht nachgefragte Produkte doch noch „untergebracht“ werden. Diese Vorgehensweise widerstrebt eindeutig den Anlegerinteressen und stellt einen klassischen Interessenskonflikt dar. Die Anlage in die Produkte unterschiedlicher Emissionshäuser bietet auch einen zusätzlichen Vorteil: die Managementdiversifizierung. Durch Investitionen in mehrere Zielfonds der gleichen Asset-Klasse, aber von unterschiedlichen Anbietern, kann das Risiko, dass Managementfehler systematisch eine schlechte Performance verursachen, verringert werden.	
Anmerkungen:	
-	

A. Qualitative Einschätzung

Investitionsobjekt - Fortsetzung

Investitionsprozess - Fortsetzung

Berichterstattung an die Anleger über die Investitionsaktivitäten und die Entwicklung in der Investitionsphase vierteljährlich, in der Betriebsphase jährlich
der Projekte

In der Literatur wird empfohlen, **detaillierte Quartals- und Jahresberichte** hinsichtlich der Investitionsaktivitäten und der Performance des Fonds für die Anleger zu erstellen. Als **Minimum** wird ein **quartalsweise "sponsor report"** angesehen, der folgende Angaben enthält: Objektname, Datum der Investition, Kosten, investiertes Eigenkapital, Reserven, Fremdkapitalquote, Höhe der prozentualen Beteiligung am Objekt sowie - wenn relevant - Betriebsergebnis, aktueller Wert, IRR-Rendite. Nach einer im Jahr 2005 durchgeführten Umfrage stellen für Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland das Reporting und die Kommunikation neben dem vorhandenen Netzwerk und der Erfahrung des Projektentwicklers seine wichtigsten Eigenschaften dar. (Quellen: Peter Linnemann und Stanley Ross, a.a.O., S. 18 f.; Alexander Bräscher, a.a.O., S. 23)

Beurteilung des Investitionsprozesses des Fonds:

Die Investitionskriterien sind Bestandteil des Gesellschaftsvertrags des Emittenten. Der Initiator hat bislang lediglich Zweitmarktfonds aufgelegt. Somit besteht nicht die Möglichkeit, in hauseigene Produkte zu investieren. Dadurch können potenzielle Interessenskonflikte nicht entstehen. Durch die in den Investitionskriterien festgeschriebene Investition von höchstens 10% des Investitionskapitals der Fondsgesellschaft in jeden ausgewählten Zielfonds kann ein ausreichender Diversifikationseffekt erreicht werden. Die Inhaber der Namensschuldverschreibungen erhalten jährlich einen umfangreichen Geschäftsbericht, der die geprüfte Bilanz, eine Bestandsanalyse der Zielinvestments, eine Liquiditätsprognose sowie die Angabe des Net Asset Value enthält. Darüber hinaus werden alle drei Jahre Informationsveranstaltungen durchgeführt. Während der Investitionsphase werden die Anleger vierteljährlich über den Portfolioaufbau informiert.

Beurteilung des Investitionsobjektes

Der Emittent und seine Tochtergesellschaft haben zum 23.09.2016 Beteiligungen an 207 verschiedenen Zielfonds von 44 Anbietern für einen Gesamtbetrag von ca. 14,2 Mio. EUR erworben. Mittelbar ist der Emittent an 338 Immobilien verschiedener Nutzungsarten beteiligt. Insgesamt sind 19,1% der geplanten Investitionssumme bereits angelegt. Das Beteiligungsportfolio scheint damit gut diversifiziert zu sein.

Durch die in den Investitionskriterien festgeschriebene Investition von höchstens 10% des Investitionskapitals der Fondsgesellschaft in jeden ausgewählten Zielfonds kann ein ausreichender Diversifikationseffekt erreicht werden. Die im Prospekt aufgeführten Investitionskriterien sind verbindlich, was das Managementrisiko für den Fonds senkt. Der Initiator hat bislang lediglich Zweitmarktfonds aufgelegt. Somit besteht nicht die Möglichkeit, in hauseigene Produkte zu investieren. Die Anleger erhalten jährlich einen umfangreichen Geschäftsbericht. Während der Investitionsphase werden sie vierteljährlich über den Portfolioaufbau informiert. Insgesamt weist das Investitionsangebot einen eingeschränkten Blind-Pool-Charakter.

Note

2,00

A. Qualitative Einschätzung

Ankaufsprozess

Management des Fonds	
Fondsmanagement	asuco-Unternehmensgruppe
<u>Angaben zum Fondsmanagement:</u>	
Für den Ankauf der Zielfonds-Beteiligungen ist die asuco-Unternehmensgruppe zuständig. Ihr Management und die Mitarbeiter weisen eine umfangreiche Branchenerfahrung und Branchen-Know-how auf. (siehe auch Abschnitt "Initiator") Nach eigenen Angaben verfügt asuco über Wettbewerbsvorteile im Marktzugang und bei der Investition durch eine umfassende Datenbank, in der alle Geschäftsprozesse, insbesondere die Fondsbewertung und die Ankaufsabwicklung, integriert sind. Somit ist das Fondsmanagement unabhängig von einzelnen Einkaufsquellen wie z. B. den Zweitmarktplattformen. Die Geschäftsführung besteht aus drei Personen. Herr Hans-Georg Acker verfügt über eine mehr als 20-jährige Erfahrung bei der Konzeption, der Finanzierung, dem Vertrieb und der Anlegerbetreuung geschlossener Alternativer Investmentfonds. Er war bei der HYPO-Bank, der Württembergischen Hypothekenbank AG, der H.F.S. HYPO-Fondsbeteiligungen für Sachwerte GmbH und der Wealth Management Capital Holding GmbH beschäftigt. Während seiner Tätigkeit bei der H.F.S. und der WealthCap wurden mehr als 20 geschlossene Alternative Investmentfonds mit Immobilieninvestitionen im In- und Ausland aufgelegt. Herr Robert List verfügt über eine mehr als 20-jährige Erfahrung im Vertrieb und der Konzeption geschlossener Alternativer Investmentfonds. Er war von 1994 in der Vermögensberatung der Dresdner Bank Gruppe und seit 1998 bei der BVT Unternehmensgruppe beschäftigt. Seit 2002 als Geschäftsführer der BVT Beratungs-, Verwaltungs- und Treuhandgesellschaft für internationale Vermögensanlagen für Vertrieb, Marketing und Presse- und Öffentlichkeitsarbeit verantwortlich. Seit 2013 auch in der Geschäftsführung der BVT Private Capital GmbH, in der die Betreuung professioneller Investoren der BVT Gruppe und ihrer Kapitalverwaltungsgesellschaft derigo GmbH & Co. KG zusammengefasst wurde. Herr Dietmar Schloz verfügt über eine mehr als 20-jährige Erfahrung bei der Konzeption, dem Vertrieb, dem Fondscontrolling und der Anlegerbetreuung geschlossener Alternativer Investmentfonds. Er war bei der HYPO-Bank, seit 1992 Geschäftsführer bei der H.F.S. und seit 2007 zusätzlich verantwortlich für den Zweitmarktbereich in der Wealth Management Capital Holding. 1996 entstand unter seiner Federführung der erste Initiatoren übergreifende Immobilien-Zweitmarktfonds. Während seiner Tätigkeit bei der H.F.S. und der WealthCap wurden 34 geschlossene Alternative Investmentfonds der Assetklassen Immobilien im In- und Ausland und Flugzeuge aufgelegt.	
Anmerkungen:	
-	
Erfahrung des Fondsmanagements im Ankauf von Zweitmarktbeteiligungen	sehr erfahren
Wird das Fondsmanagement von externen Partnern unterstützt?	ja
Namentlich genannte externe Partner	Netzwerk von Spezialisten
<u>Angaben zu den externen Partnern:</u>	
Nach eigenen Angaben verfügt die asuco-Unternehmensgruppe aufgrund der langjährigen Branchenerfahrung und der Vertretung in zahlreichen Beiräten über ein ausgedehntes Netzwerk von Spezialisten, das alltäglich bei den Bewertungen und Kaufentscheidungen genutzt werden kann.	
Anmerkungen:	
-	
Beurteilung des Ankaufsprozesses	
Der Ankauf der Zielfonds-Beteiligungen obliegt der asuco-Unternehmensgruppe. Zu ihrer Tätigkeit gehört auch die Auswahl und Bewertung der anzukaufenden Beteiligungen sowie die Auftragsabwicklung. Das Management verfügt über ein ausgeprägtes Branchen-Know-how und weist mehr als 20 Jahre Branchenerfahrung auf. Nach eigenen Angaben verfügt die asuco-Unternehmensgruppe über ein ausgedehntes Netzwerk von Spezialisten, das alltäglich bei den Bewertungen und Kaufentscheidungen genutzt werden kann. Insgesamt scheint der Fonds über ein sehr erfahrenes Management im Ankaufsprozess zu verfügen.	
Note	1,85

B. Kostenstruktur und Ergebnisverteilung

Kostenstruktur und Ergebnisverteilung

Basisdaten der Kalkulation	
Emissionskapital ohne Agio in TEUR	50.000
Emissionskapital inkl. Agio in TEUR	52.500
Emissionskapital ohne Agio in TEUR	50.000
Agio in % des Emissionskapitals	5,00%
(Anteiliges) Fremdkapital* in TEUR	0
Eigenkapitalquote*	100,00%
Anmerkungen:	
*Der Emittent plant keine Aufnahme von vorrangigem Fremdkapital zur Finanzierung des Ankaufs der Zielfonds-Beteiligungen. Auf Ebene der Zielfonds sind die Immobilien allerdings teilweise mit Fremdkapital finanziert.	

Investition und Kosten	
Investitionen	
Investitionsgrad ohne Liquiditätsreserve in %	n.e.
Investitionsgrad mit Liquiditätsreserve in %	91,60%
Liquiditätsreserve	k.A.
Fondskosten in der Investitionsphase	
Fondskosten in der Investitionsphase ohne Agio in % des Emissionskapitals ohne Agio	8,40%
Fondskosten in der Investitionsphase zzgl. Agio in % des Emissionskapitals inkl. Agio	12,76%
Fondskosten in der Betriebsphase p.a.	
Fondskosten in der Betriebsphase p.a. in % des Nominalbetrages	0,57% p.a.
Gewinnabhängige Managementgebühren bei der Veräußerung von Beteiligungen	
Provision in % der Brutto-Veräußerungserlöse beim Verkauf von Beteiligungen	0,00%
Anmerkungen:	
-	

B. Kostenstruktur und Ergebnisverteilung

Kostenstruktur und Ergebnisverteilung - Fortsetzung

Ergebnisverteilung	
Vorzugsrendite ("Hurdle Rate") für die Anleger	7,0%
Ergebnisbeteiligung der Anleger	85,0%
Ergebnisbeteiligung des Fondsmanagements	15,0%
<u>Modell der Ergebnisverteilung</u>	
I. Phase: Die Verzinsung des Nominalbetrages der Namensschuldverschreibung besteht aus variablen Zinsen in Höhe von bis zu 5,5% p.a. und variablen Zusatzzinsen in Höhe von 4,5% p.a. Somit beträgt die maximal mögliche Verzinsung 10,0% p.a. Der jährlich ermittelte Verzinsungsanspruch wird jedoch nur insoweit fällig, wie die Liquidität des Emittenten zur Bedienung der Verzinsungsansprüche der ausgegebenen Namensschuldverschreibungen aller Serien sowie vergleichbarer Fremdkapitalprodukte ausreicht. Die Höhe der tatsächlichen Zinszahlung ergibt sich aus den laufenden Einnahmen des Emittenten aus den Zielfonds-Beteiligungen abzüglich der laufenden Kosten des Emittenten. Die so ermittelten Überschüsse werden für die Rückzahlung und die Verzinsung der unterschiedlichen Serien von Namensschuldverschreibungen verwendet. Somit hängt die Verzinsung auch von der Wertentwicklung des Zielfonds-Portfolios ab. II. Phase: Das Fondsmanagement erhält bei Fälligkeit der Namensschuldverschreibungen einer Serie eine erfolgsabhängige Vergütung in Höhe von 15% der durchschnittlich 7% p.a. übersteigenden Zins- und Zusatzzinszahlungen während der Laufzeit. Eine negative erfolgsabhängige Vergütung, die die asuco Geschäftsbesorgungs GmbH erstatten muss, entsteht in Höhe von 15 % des den unteren Grenzwert von 4,5% p.a. unterschreitenden durchschnittlichen Prozentsatzes.	
Anmerkungen:	
-	

Beurteilung der Kostenstruktur und Ergebnisverteilung	
Der Emittent plant keine Aufnahme von vorrangigem Fremdkapital zur Finanzierung des Ankaufs der Zielfonds-Beteiligungen. Allerdings nehmen die einzelnen Zielfonds Fremdmittel auf, so dass die Anleger mittelbar den Chancen und Risiken einer Fremdfinanzierung ausgesetzt sind. Die Fondskosten in der Investitionsphase sind durchschnittlich. Die Fondskosten in der Betriebsphase sind weit unterdurchschnittlich. Positiv hervorzuheben ist, dass das Management keine zusätzlichen Provisionen bei der Veräußerung von Beteiligungen erhält. Die Anleger erhalten eine variable Verzinsung, die maximal 10% p.a. betragen kann. Die Höhe der tatsächlichen Zinszahlungen ergibt sich aus den laufenden Einnahmen des Emittenten aus den Zielfonds-Beteiligungen abzüglich der laufenden Kosten des Emittenten. Die so ermittelten Überschüsse werden für die Rückzahlung und die Verzinsung der unterschiedlichen Serien von Namensschuldverschreibungen verwendet. Somit hängt die Verzinsung auch von der Wertentwicklung des Zielfonds-Portfolios ab. Bei Fälligkeit erhält das Fondsmanagement eine erfolgsabhängige Vergütung in Höhe von 15% der durchschnittlich 7% p.a. übersteigenden Zins- und Zusatzzinszahlungen während der Laufzeit. Eine negative erfolgsabhängige Vergütung, die die asuco Geschäftsbesorgungs GmbH erstatten muss, entsteht in Höhe von 15 % des den unteren Grenzwert von 4,5% p.a. unterschreitenden durchschnittlichen Prozentsatzes. Diese Regelung schafft positive Anreize für das Fondsmanagement.	
Note	1,95

Gesamtbeurteilung und Rating

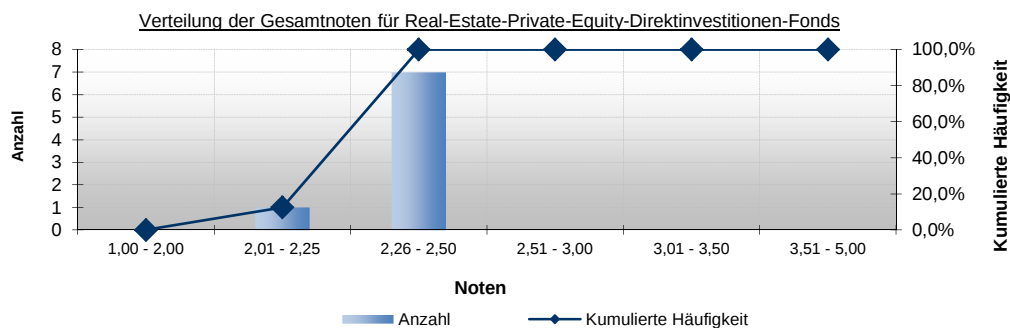
Zusammenfassung

Anleger haben die Möglichkeit, nachrangige Namensschuldverschreibungen der asuco Immobilien-Sachwerte GmbH & Co. KG zu zeichnen. Der Emittent wird mit dem eingeworbenen Emissionskapital nach Abzug der vertraglich vereinbarten einmaligen weichen Kosten i. d. R. am Zweitmarkt oder durch Teilnahme an Kapitalerhöhung Anteile an geschlossenen Immobilienfonds oder direkt Immobilienobjekte erwerben. Die Konzeption entspricht insgesamt den erforderlichen Standards. Die im Prospekt aufgeführten Investitionskriterien sind verbindlich, was das Managementrisiko für den Fonds senkt. Ein ausreichender Diversifikationseffekt kann durch die Einhaltung der Investitionskriterien erreicht werden. Die Möglichkeit, in hauseigene Produkte zu investieren, besteht nicht. Dadurch können potenzielle Interessenskonflikte nicht entstehen. Zum 23.09.2016 waren 19.1% der geplanten Investitionssumme bereits in 207 verschiedene Zielfonds angelegt. Das Beteiligungsportfolio scheint gut diversifiziert zu sein.

Die für die Auswahl und Bewertung der anzukaufenden Beteiligungen sowie die Auswahl und Konzeption der Direktbeteiligungen verantwortliche asuco-Unternehmensgruppe scheint über die nötigen Kontakte und das Know-how bei der Identifizierung und dem Ankauf von geeigneten Zielfonds zu verfügen.

Die Fondskosten in der Investitionsphase sind durchschnittlich. Die Fondskosten in der Betriebsphase sind weit unterdurchschnittlich. Die Regelung zur erfolgsabhängigen Vergütung bei Fälligkeit schafft positive Anreize für das Fondsmanagement.

Insgesamt handelt es sich um ein sehr gutes Angebot mit einem eingeschränkten Blind-Pool-Charakter und sehr erfahrenem Fondsmanagement.



Noten und Rating

Initiator	(15,0%)	1,75
Fondskonzeption	(15,0%)	2,40
Investitionsobjekt	(27,5%)	2,00
Ankaufsprozess	(27,5%)	1,85
Kosten und Ergebnis	(15,0%)	1,95

Rating der Beteiligung

★★★★★★	Sehr gut oder Top 10%
★★★★★	Gut
★★★★	Platzierungsfähig
★★★	Uninteressant
★	Mangelhaft

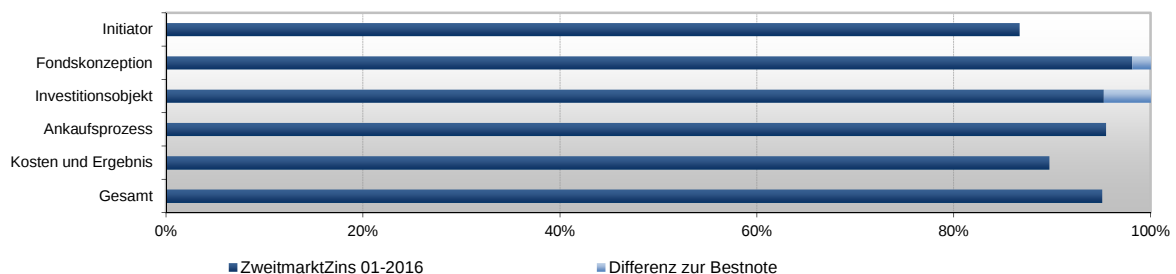
Gesamtnote

1,97

Rating



Beurteilung der Beteiligung im Vergleich zur Bestnote der jeweiligen Bewertungskriterien am Markt



D. Pflichtangaben zu Finanzanalysen gem. § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

TKL.Fonds selber erbringt lediglich die Wertpapiernebenendienstleistung der Erstellung, Verbreitung oder Weitergabe von Finanzanalysen im Sinne des § 2 Abs. 3a Nr. 5 WpHG bezüglich geschlossener Fonds. TKL.Fonds ist mithin kein Wertpapierdienstleistungsunternehmen. TKL.Fonds hat aber freiwillig aus Gründen der besseren Transparenz für den Anleger und ohne Anerkennung einer Rechtspflicht diese Analyse unter Berücksichtigung der Transparenzvorgaben gem. § 34b WpHG i. V. m. der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) vorgenommen.

I. Allgemeines

1) Die Analysen der TKL.Fonds Gesellschaft für Fondsconception und –analyse (nachfolgend „TKL.Fonds“ genannt) werden in Einklang mit den gesetzlichen Vorschriften nach dem Wertpapierhandelsgesetz und der Finanzanalyseverordnung erstellt und dienen nur zu Informationszwecken. Die Analysen enthalten keine direkten Empfehlungen (wie z.B. Kaufen oder Verkaufen) sondern vielmehr eine Bewertung der untersuchten Finanzinstrumente in Form von geschlossenen Fonds. TKL.Fonds ist ein Unternehmen, dessen Haupttätigkeit in der Erstellung von Finanzanalysen besteht.

2) Die vorliegende Analyse stellt weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages noch eine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Kommanditanteils, Wertpapiers o.ä. dar, noch bildet diese Analyse oder deren Inhalt die Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Diese Analyse dient ebenfalls nicht der Anbahnung eines Vertragsverhältnisses. Der Nutzer dieser Analyse ist sich daher darüber im Klaren, dass durch die Verwendung der Analyse keinerlei Vertragsverhältnis, insbesondere kein Beratungs- oder Auskunftsvertrag, mit TKL.Fonds zustande kommt oder angebahnt wird. Dies gilt insbesondere für die Weitergabe der Finanzanalyse an Dritte. TKL.Fonds selbst gibt keine Finanzanalyse von Dritten weiter.

3) Die Analysen enthalten nicht alle vollständigen Angaben zu den Finanzinstrumenten. Die Analysen stellen somit insbesondere keinen Verkaufsprospekt im Sinne des Vermögensanlagegesetzes dar.

4) Die Analyse stellt lediglich eine von mehreren Hilfen bei einer Anlageentscheidung dar. Sie ersetzt keinesfalls eine qualifizierte Anlageberatung durch eine entsprechend ausgebildete Person, wie beispielsweise einen Anlage-, Steuerberater und/oder Rechtsanwalt. Nutzer sind bei der Beratung Dritter, zu der diese Analyse herangezogen wird, verpflichtet, ausdrücklich auf diesen Umstand hinzuweisen.

II. Angaben über Ersteller und Verantwortliche

Verantwortliches Unternehmen:

TKL.Fonds Gesellschaft für Fondsconception und –analyse mbH
Erdmannstraße 10-12
22765 Hamburg
Tel. (+49) 40 32 52 27 60
Fax (+49) 40 39 19 83 32
www.tkl-fonds.de

Verantwortliche Personen:

Prof. Dr. Mihail Topalov, Dipl.-Kfm.
Externer Kontrolleur

III. Methodik und Vorgehensweise

1) TKL.Fonds erstellt ihre Analysen nach streng systematischen und klar definierten Kriterien. Dadurch werden individuelle Ermessensspielräume minimiert, so dass unterschiedliche Personen in demselben Fall unabhängig voneinander dieselben, nachvollziehbaren Rating-Ergebnisse erzielen würden. Zu diesem Zweck hat TKL.Fonds sich Qualitätsstatuten auferlegt, deren Einhaltung jährlich von einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft überprüft wird. Die Analysesystematik und die methodische Vorgehensweise der TKL.Fonds finden sich im Anhang jeder Analyse.

2) Grundsätzlich erfolgen die Analysen der TKL.Fonds stichtagsbezogen. Da die Platzierungsdauer von geschlossenen Fonds über einen sehr langen Zeitraum erstrecken kann, können sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des analysierten Fonds geändert haben. Jede Analyse ist mit dem Datum der Erstellung versehen und das Analyseergebnis bezieht sich ausschließlich auf den Stichtag der Analyseerstellung. Es liegt allein im Ermessen der TKL.Fonds, eine Aktualisierung der Analyse vorzunehmen. Sofern dies erfolgt, wird die Analyse als Update gekennzeichnet und mit dem neuen Datum der Analysestichtags versehen.

3) TKL.Fonds wird in jeder Finanzanalyse gegebenenfalls auf den Zeitpunkt eigener Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen und eine abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten, gesondert hinweisen.

4) Die Auswahl der analysierten Fonds wird von der TKL.Fonds unabhängig und ohne Auftrag getroffen. Die Analysen werden vor der Veröffentlichung der jeweiligen Anbieterin vorgelegt. Innerhalb eines angemessenen Zeitraums hat die Anbieterin die Möglichkeit, eine Stellungnahme abzugeben. TKL.Fonds prüft die von der Anbieterin vorgebrachten Argumente und Informationen und arbeitet diese gegebenenfalls in die Analyse ein. Die Rechte der Veröffentlichung der Analysen liegen ausschließlich bei der TKL.Fonds.

5) Die in den Analysen enthaltenen Werturteile sind ausschließlich diejenigen der TKL.Fonds. Werturteile und Interpretationen Dritter werden kenntlich gemacht. Den Analysen liegen Erwartungen über Ergebnisse in der Zukunft zugrunde. TKL.Fonds übernimmt daher keine Gewähr dafür, dass diese Ergebnisse oder ähnliche Ergebnisse in der Zukunft auch tatsächlich eintreten. Außerdem können Auswertungen und Aussagen auf Vergangenheitsergebnissen basieren. TKL.Fonds übernimmt deshalb ebenfalls keine Gewähr dafür, dass die Vergangenheitsergebnisse Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zulassen. Die Nutzer sind bei der Beratung Dritter, bei der diese Analyse verwendet wird, verpflichtet, ausdrücklich auf diesen Umstand hinzuweisen.

6) Die wesentlichen Grundlagen und Maßstäbe eigener Werturteile von TKL.Fonds können unter folgendem Link (dort unter „IV. Qualitätsstatuten“) eingesehen werden:

http://www.tkl-fonds.de/fileadmin/user_upload/Statuten/TKL.Fonds_GmbH_Statuten.pdf

IV. Wesentliche Informationsquellen

- Emissionsprospekt
- Wertgutachten
- Sonstige Gutachten
- Externe Marktberichte
- Zusätzliche Detailinformationen seitens der Anbieterin
- Aktuelle Leistungsbilanz der Anbieterin

In der Finanzanalyse wird angegeben, ob die Informationen aus allgemein zugänglichen Quellen geschöpft worden sind und ob der Emittent aktiv Informationen geliefert hat.

V. Zuverlässigkeit der Informationsquellen

TKL.Fonds hat die Informationen, auf die sich die Analyse stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt. Die Zuverlässigkeit ist vor deren Verwendung – soweit als mit vertretbarem Aufwand möglich – sichergestellt worden. Auf etwaige Zweifel wird hingewiesen. TKL.Fonds übernimmt aber keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Genauigkeit der Daten in dieser Analyse. TKL.Fonds weist in diesem Zusammenhang ausdrücklich darauf hin, dass falsche Angaben das Ergebnis der Analyse verfälschen können. Die Nutzer sind bei der Beratung Dritter, bei der diese Analyse verwendet wird, verpflichtet, ausdrücklich auf diesen Umstand hinzuweisen.

VI. Interessenskonflikte

TKL.Fonds erstellt seine Finanzanalysen unvoreingenommen. Aus bestehenden geschäftlichen Verbindungen zwischen der Anbieterin und TKL.Fonds können grundsätzlich Interessenskonflikte entstehen. Anbieterunternehmen können mit TKL.Fonds Lizenzverträge abschließen. Weiterhin können sie ein kostenpflichtiges Nutzungsrecht der Analysen erwerben. Allerdings beeinflussen geschäftliche Verbindungen zwischen der Anbieterin und TKL.Fonds nicht das Ergebnis des Ratings. Keinem Emittenten wird als etwaige Gegenleistung eine günstige Empfehlung versprochen.

Mögliche geschäftliche Verbindungen zwischen der Anbieterin des analysierten Fonds und TKL:

- Die Anbieterin hat keinen Lizenzvertrag mit TKL.Fonds abgeschlossen.
- Die Anbieterin hat ein kostenpflichtiges Nutzungsrecht an der Analyse erworben.
- Es bestehen keine Beteiligungen der TKL.Fonds an der Anbieterin sowie an direkt oder indirekt mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen.
- Es bestehen keine Beteiligungen der Anbieterin sowie direkt oder indirekt mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen an TKL.Fonds.
- Die Mitarbeiter und die Geschäftsführung der TKL.Fonds sind am analysierten Fonds oder an der Anbieterin nicht beteiligt.
- TKL.Fonds und mit ihr verbundene Gesellschaften erzielen keine Einnahmen aus dem Vertrieb geschlossener Fonds oder sonstiger Kapitalanlagen.
- TKL.Fonds erhält keine erfolgsabhängigen Vergütungen, die in einem Zusammenhang mit Platzierungserfolgen geschlossener Fonds stehen.
- TKL.Fonds hat keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf die Emittenten der analysierten Finanzinstrumente.

VII. Organisation zur Vermeidung von Interessenkonflikten

Um die Interessenkonflikte zu minimieren bzw. gänzlich auszuschließen, hat sich die TKL.Fonds Statuten auferlegt, die einmal jährlich von einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft auf ihre Einhaltung überprüft und überwacht werden. Die Statuten beziehen sich auf die Unabhängigkeit, Neutralität, Transparenz und die Qualität der Analysen. Die Statuten der TKL.Fonds sowie das Ergebnis der Prüfung über ihre Einhaltung können unter folgendem Link eingesehen werden:

www.tklfonds.de/statuten.html

- 1) Gegenüber Nutzern dieser Analyse, die Verbraucher im Sinne von § 13 des Bürgerlichen Gesetzbuches sind, haftet TKL.Fonds, außer bei Verletzung wesentlicher Vertragspflichten, nur, für Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit. Für den Ersatz mittelbarer Schäden, insbesondere für entgangenen Gewinn, besteht keine Haftung, es sei denn, der Ersatzanspruch beruht auf einem vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Verhalten von TKL.Fonds. Die Haftung von TKL.Fonds ist zudem auf die bei Vertragsschluss typischerweise vorhersehbaren Schäden begrenzt. Bei der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit haftet TKL.Fonds schon bei einfacher Fahrlässigkeit unbeschränkt.
- 2) Gegenüber Unternehmen im Sinne von § 14 des Bürgerlichen Gesetzbuches und juristischen Personen des öffentlichen Rechts haftet TKL.Fonds neben den vorstehend genannten Haftungsbestimmungen nur für bei Vertragsschluss typischerweise vorhersehbaren Schäden, jedoch nicht über einen Betrag von € 10.000,- pro Schadensfall hinaus.

E. Methodische Vorgehensweise

Analysegrundlage

Wesentliche Basis für die Analyse sind die Informationen aus dem Emissionsprospekt des Initiators. TKL.Fonds zieht darüber hinaus weitere Informationsquellen zur Analyse heran. Ausdrücklich sei hier auf die Pflichtangaben zu Finanzanalysen gem. § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) verwiesen.

Spezifische Grundsätze der Analysesystematik

Der geschlossene Fonds stellt eine komplexe Konstruktion dar, durch die in ein spezifisches Objekt investiert wird. Eine aussagekräftige Analyse muss die richtige Balance zwischen einer einheitlichen Vorgehensweise und der Berücksichtigung der spezifischen Merkmale des Investitionsobjekts finden. Die TKL.Fonds vergleicht ausschließlich geschlossene Fonds mit ähnlichen Investitionsobjekten untereinander (Schiffsfonds mit Schiffsfonds, Immobilienfonds mit Immobilienfonds, Zweitmarktfonds mit Zweitmarktfonds usw.). Innerhalb der Produktgruppe muss die einheitliche Vorgehensweise stets gewährleistet sein.

TKL.Fonds trifft im Rahmen der Ratings **keine Aussage über die Attraktivität einer Produktgruppe allgemein.**

Die von der TKL.Fonds erstellten Ratings erfolgen stets aus der Sicht eines typisierten, risikoscheuen Anlegers. Individuelle Steuereffekte finden somit keine Berücksichtigung. Ein risikoscheuer Anleger bevorzugt bei zwei vergleichbaren Investitionsmöglichkeiten mit der gleichen Ertragsprognose die Anlage mit dem geringeren Risiko. Im Rahmen des Ratings werden somit Fondsmerkmale, die bei gleichbleibender Ertragsprognose die Risiken und Chancen für den Anleger erhöhen, negativ bewertet.

Finanzkennzahlen

Da sich bei Zweitmarktfonds auf Grund des spezifischen Investitionsobjekts keine aussagekräftige Prognoserechnung über die gesamte Laufzeit aufstellen lässt, können auch keine aussagekräftigen dynamischen Finanzkennzahlen berechnet werden. Anhand der Finanzdaten aus dem Verkaufsprospekt werden deshalb lediglich statische Investitions- und Kostenkennzahlen ermittelt sowie die vorgesehene Ergebnisverteilung dargestellt. Die Bedeutung und Berechnung einzelner Kennzahlen ist im finanzmathematischen Anhang erläutert.

Beurteilung der einzelnen Kategorien

Die Beurteilung erfolgt in den fünf Kategorien „Initiator“, „Fondskonzeption“, „Investitionsobjekt“, „Ankaufsprozess“ und „Kostenstruktur und Ergebnisverteilung“. Für jede dieser Kategorien wird eine Note vergeben. Bei der Beurteilung der Kategorien spielen folgende Merkmale eine wichtige Rolle

Die Beurteilung erfolgt in den fünf Kategorien „Initiator“, „Fondskonzeption“, „Investitionsobjekt“, „Ankaufsprozess“ und „Kostenstruktur und Ergebnisverteilung“. Für jede dieser Kategorien wird eine Note vergeben. Bei der Beurteilung der Kategorien spielen folgende Merkmale eine wichtige Rolle

Initiator: Wenn man annimmt, dass ein Initiator, der in der Vergangenheit gute Ergebnisse erzielt hat, dies auch in Zukunft erreichen wird, kann die Güte des Initiators anhand der Ergebnisse aus der Leistungsbilanz bewertet werden. Zusätzlich sollten auch andere Eigenschaften wie z.B. die Erfahrung (Gründungsjahr, Anzahl emittierter Fonds, Anzahl abgeschlossener Fonds) und die Informationspolitik des Initiators Berücksichtigung finden. Der Erfolg von Zweitmarktfonds ist während der Laufzeit der Fonds schwer zu beurteilen, da er durch den Exit aus den Beteiligungen nach mehreren Jahren maßgeblich bestimmt wird. Da die Produktgruppe der Zweitmarktfonds noch relativ jung ist, kann in der Regel noch kein Initiator eine entsprechende Erfolgsgeschichte (Track Record) aufweisen. Bei der Beurteilung der Initiatoren spielen daher die bisherige Erfahrung und das Gesamtvolumen der in Zweitmarktbeteiligungen getätigten Investitionen die wichtigste Rolle.

Fondskonzeption: TKL.Fonds prüft, ob die gängigen Normen bei der Fondskonzeption eingehalten werden, wie z.B. Prospektprüfungsbericht, Steuergutachten u.a. risikoerhöhende bzw. –reduzierende Besonderheiten in der rechtlichen, steuerlichen und wirtschaftlichen Konzeption führen entsprechend zu Abschlägen bzw. Zuschlägen in der Note für Fondskonzeption.

Investitionsobjekt: Der Fonds investiert in Zielfonds. Meistens sind sie zum Zeitpunkt der Analyseerstellung nicht bekannt. Somit handelt es sich bei Zweitmarktfonds in aller Regel um Blind Pools. Bei der Beurteilung des Investitionsobjekts spielen die geplante Diversifikation und die Ausgeprägtheit des Blind-Pool-Charakters eine wichtige Rolle. TKL.Fonds geht von vier Abstufungen des Blind-Pool-Charakters aus:

Sehr ausgeprägt: Die Zielfonds, in die investiert werden soll, stehen noch nicht fest. Es bestehen auch keine Anhaltspunkte für die Beurteilung der zukünftigen Zielfonds.

Ausgeprägt: Über 25% der Zielfonds, in die investiert werden soll, stehen fest oder sind in Verhandlung.

Eingeschränkt: Mehr als 50% der Zielfonds, in die investiert werden soll, stehen fest oder der Fonds befindet sich bereits in Verhandlungen mit möglichen Zielfonds.

Sehr eingeschränkt: Die Zielfonds, in die investiert werden soll, stehen bereits fest.

Die wichtigste Rolle bei der Beurteilung des Investitionsobjektes spielt jedoch die Qualität, der Konkretisierungsgrad und die Verbindlichkeit der Investitionskriterien. Insbesondere Einschränkung hinsichtlich der Investition in eigene Fonds oder des Handels mit Vorgängerfonds sind positiv zu beurteilen. Die Note für das Investitionsobjekt fällt insgesamt umso besser aus, je besser die Qualität des Investitionsprozesses beurteilt werden kann und entsprechend ist.

Ankaufsprozess: In dieser Kategorie spielen die Qualität und die Erfahrung des Fondsmanagements die wichtigste Rolle, die sich bestenfalls in einem Track Record widerspiegeln. Wenn darüber hinaus renommierte externe Partner im Ankaufsprozess eingebunden sind, wirkt sich das positiv auf die Note aus.

Kostenstruktur und Ergebnisverteilung: Wichtig für die Beurteilung dieser Kategorie ist der Vergleich der berechneten Investitions- und Kostenkennzahlen sowie der vorgesehenen Ergebnisverteilung (Hurdle Rate, Ergebnisbeteiligungen der Kommanditisten und des Management) mit den entsprechenden Marktdurchschnitten.

Gesamtbeurteilung

Initiator:	15,0%
Fondskonzeption:	15,0%
Investitionsobjekt:	27,5%
Ankaufsprozess:	27,5%
Kostenstruktur und Ergebnisbeteiligung:	15,0%

Der Grund für diese Gewichtung besteht in den spezifischen Eigenschaften dieser Produktgruppe. Maßgeblich für den Erfolg eines Zweitmarktfonds ist die Qualität der Zielfonds und des Investitionsprozesses (Investitionsobjekt). Voraussetzung für die Auswahl von Zielfonds hoher Qualität ist ein entsprechend gut strukturierter Ankaufsprozess mit einem erfahrenen und kompetenten Fondsmanagement.

Die Kategorien „Initiator“, „Fondskonzeption“ und „Kostenstruktur und Ergebnisbeteiligung“ bestimmen selbstverständlich auch die Qualität des Zweitmarktfonds, jedoch nicht so stark wie die Kategorien „Investitionsobjekt“ und „Ankaufsprozess“.

Zwei Diagramme bei der Gesamtbeurteilung ordnen die Beurteilung des analysierten Beteiligungsangebots im Gesamtmarkt für Zweitmarktfonds ein. Das erste Diagramm zeigt die Verteilung der Gesamtnoten aller von TKL.FONDS analysierten Zweitmarktfonds und verdeutlicht, wie gut die Gesamtnote des analysierten Zweitmarktfonds im Vergleich zu allen anderen ist. Das zweite Diagramm stuft die Noten in den einzelnen Bewertungskategorien und die Gesamtnote im Vergleich zur jeweiligen Bestnote, die unter allen analysierten Zweitmarktfonds erzielt wurde, ein. Die erzielte Bestnote stellt die 100%-Marke, die Note 5 die 0%-Marke dar.

Rating

Nach der Gesamtbeurteilung vergibt TKL.Fonds ein Rating, das die analysierte Beteiligung einer von fünf Qualitätskategorien zuordnet. Die fünf Qualitätskategorien sind durch Sterne grafisch veranschaulicht:

★★★★★★	Hervorragend bis sehr gut (Note 1,00 – 2,00) oder Fonds gehört zu den besten 10% am Markt
★★★★	Gut (Note 2,01 – 2,50)
★★★	Platzierungsfähig (Note 2,51 – 3,00)
★★	Uninteressant (Note 3,01 – 3,50)
★	Mangelhaft (Note 3,51 – 5,00)

Die vergebene Gesamtnote bestimmt die Zuordnung der Beteiligung zu einer der fünf Qualitätskategorien. Die einzige Ausnahme bildet die höchste Kategorie in dem Fall, dass weniger als 10% der aktuell am Markt angebotenen Zweitmarktfonds eine Note von 2,00 oder besser aufweisen. Dann können auch Fonds mit einer schlechteren Note fünf Sterne erhalten. Auf diese Weise sollen die aus Sicht der TKL.Fonds besten REPE-Direktinvestitionen-Fonds hervorgehoben werden. **Aufgrund der derzeit noch vergleichsweise geringen Grundgesamtheit wurde auf die Vergabe eines 5 Sterne-Ratings für die besten 10% am Markt bislang verzichtet.**

Die von TKL.Fonds vergebenen Noten und Rating stellen eine Beurteilung des Beteiligungsangebots im Vergleich zu Beteiligungsangeboten desselben Produktsegments dar. TKL.Fonds vergleicht keine Produktgruppen untereinander.

F. Finanzmathematischer Anhang

Finanzmathematischer Anhang

Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote gibt den Anteil des gesamten Eigenkapitals am Fondsvolumen ohne Agio in % an.

$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Kommanditkapital}}{\text{Fondsvolumen ohne Agio}} \times 100$$

Wenn in der Betriebsphase zusätzliches Fremdkapital aufgenommen wird, erhöht sich der Nenner entsprechend um den zusätzlich aufgenommenen Betrag.

Ergebnisverteilung

Bei Private-Equity-Fonds ist es üblich, dass das Fondsmanagement eine Ergebnisbeteiligung als erfolgsabhängige Entlohnung bekommt. Diese wird jedoch meistens erst dann fällig, wenn die Kommanditisten ihr eingesetztes Kapital zzgl. einer Vorzugsrendite („Hurdle Rate“) erhalten haben. In der Regel ist folgendes **Drei-Phasen-Modell der Ergebnisverteilung** zu beobachten:

I. Phase: Ausschüttungen erfolgen zunächst ausschließlich an die Kommanditisten, bis sie 100% des eingezahlten Kommanditkapitals sowie eine Vorzugsrendite ('Hurdle Rate') (üblich sind ca. 8,0% p.a.) auf das gebundene Kapital erhalten haben. Die Vorzugsrendite bezieht sich auf das jeweils in die Gesellschaft eingezahlte Kommanditkapital abzüglich aller erhaltenen Ausschüttungen.

II. Phase: Danach erfolgen Zahlungen ausschließlich an das Fondsmanagement, bis sie zusammen insgesamt die dem Fondsmanagement zustehende Ergebnisbeteiligung oder einen gewissen Prozentsatz der Vorzugsausschüttungen betragen.

III. Phase: Die Beträge, die darüber hinausgehen, werden auf das Fondsmanagement und die übrigen Kommanditisten in einem festgelegten Verhältnis (üblich ist 10:90) verteilt.

Fondskosten

Fondskosten werden auch als **Ausgaben für die Fondsgesellschaft / Fondsausgaben, Nebenkosten, weiche Kosten** bezeichnet. Diese Position beinhaltet alle Ausgaben, die dadurch entstehen, dass der Anleger nicht direkt in die Zielfonds investiert, sondern über das Zeichnen eines Fonds.

Fondsausgaben fallen zum einen in der **Investitionsphase** an, z.B. für die Gesellschaftsgründung, Kapitalbeschaffung oder Fondskonzeption. Sie werden dann im Investitions- und Finanzierungsplan unter "Mittelverwendung" erfasst. Die Fondsausgaben in der Investitionsphase werden z.T. über das Agio finanziert, also den Ausgabeaufschlag, der bei der Zeichnung von Anteilen fällig wird. Nicht immer ist das Agio im Investitions- und Finanzierungsplan angegeben. In diesem Fall sind die Fondsausgaben, die unter "Mittelverwendung" prospektiert sind, um das Aufgeld zu erhöhen. Eine geläufige Kennzahl, die die Höhe der Fondskosten in der Investitionsphase widerspiegelt, ist der Anteil der Fondskosten in der Investitionsphase am gesamten Fondsvolumen mit und ohne Berücksichtigung des Agios.

$$\text{Anteil der Fondskosten ohne Agio am Fondsvolumen ohne Agio} = \frac{(\text{Fondskosten ohne Agio})}{\text{Fondsvolumen ohne Agio}} \times 100$$

$$\text{Anteil der Fondskosten mit Agio am Fondsvolumen inkl. Agio} = \frac{(\text{Fondskosten} + \text{Agio})}{\text{Fondsvolumen inkl. Agio}} \times 100$$

Zum anderen fallen Fondsausgaben in der **Betriebsphase** des Fonds an, z.B. in Form von Komplementär- und Treuhandvergütung, Geschäftsbesorgung und Fondsverwaltung. In der Regel weisen sie eine feste Komponente pro Jahr und eine variable Komponente in % des Fondsvolumens ohne Agio p.a.

Fondsvolumen

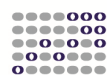
Das Fondsvolumen ist die Summe aus Kommanditkapital und Fremdkapital. Man unterscheidet zwischen Fondsvolumen ohne Agio und Fondsvolumen inkl. Agio. Die Höhe des Fondsvolumens kann aus dem Investitions- und Finanzierungsplan abgelesen werden. Zu beachten ist aber, dass das Damnum bei der Berechnung der Kennzahlen nicht berücksichtigt wird.

Investitionsgrad

Der Investitionsgrad zeigt, welcher Anteil des Eigenkapitals für den Erwerb des Investitionsobjektes – in diesem Fall Anteile an Zielobjekten - verwendet wird. Man kann den Investitionsgrad mit und ohne Liquiditätsreserve berechnen. Je höher der Investitionsgrad ohne Liquiditätsreserve, desto höher sind die Ertragschancen des Fonds.

$$\text{Investitionsgrad ohne Liquiditätsreserve} = \frac{\text{Investitionen in Zielfonds}}{\text{Fondsvolumen ohne Agio}} \times 100$$

$$\text{Investitionsgrad mit Liquiditätsreserve} = \frac{\text{Investitionen in Zielfonds} + \text{Liquiditätsreserve}}{\text{Fondsvolumen ohne Agio}} \times 100$$



TKL.FONDS

GESELLSCHAFT FÜR FONDSCONCEPTION UND -ANALYSE MBH

TKLFonds

Gesellschaft für Fondsconception
und -analyse mbH
Erdmannstraße 10-12
22765 Hamburg

Tel: +49 (0) 40 – 32 52 27 – 60
Fax: +49 (0) 40 – 39 19 83 – 32

E-Mail: info@tkl-fonds.de
www.tkl-fonds.de