

# LSI Sachwertanalyse

## Analyse der Beteiligung

### FLEX Fonds Select 1 geschlossene Investment GmbH & Co. KG



Hinweis: Jegliche Vervielfältigung, Verbreitung, Verwendung, Verarbeitung, Veröffentlichung oder Speicherung, gleich in welcher Art und Weise, privat wie gewerblich, ist ohne die Einholung eines ausdrücklich schriftlichen Nutzungsrechtes strengstens untersagt. Urheber und Autor der Analyse: **LSI** Sachwertanalyse.

## Executive Summary

Die vorliegende Fondsbeteiligung FLEX Fonds Select 1 aus dem seit 1989 agierenden Emissionshaus Flex Fonds investiert in ein Portfolio ausgesuchter, schlüsselfertiger und vollvermieteter Gewerbeimmobilien, mit Schwerpunkt Einzelhandel, an sehr guten Mikrostandorten in vorselektierten, wirtschaftsstarke Mittelzentren in Deutschland, vornehmlich Baden-Württemberg.

## Fondsübersicht

|                                        | Rahmendaten                                                                      |
|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| Anbieterin                             | Flex Fonds Invest AG Kapitalverwaltungsgesellschaft                              |
| Emittentin                             | Flex Fonds Select 1 geschlossene Investment GmbH & Co. KG                        |
| Emissionsphase                         | 06/2016 - 12/2017 bzw. Verlängerung bis 12/2018                                  |
| Regulierungsrahmen                     | Kapitalanlagegesetzbuch                                                          |
| Investitionsvehikel                    | Alternativer Investmentfonds                                                     |
| Ausgestaltungsform                     | risikogemischt                                                                   |
| Investitionsobjekte                    | Multi-Tenant-Objekte im Bereich Gewerbe                                          |
| Portfoliozusammensetzung               | Semi-Blindpool-Konzept                                                           |
| Nutzungsarten                          | Einzelhandel, Büro, Arztpraxen, Gastronomie, Lagerflächen                        |
| Standort der Immobilien                | Schwerpunkt Baden-Württemberg                                                    |
| Mindestbeteiligungssumme               | 10 000 €                                                                         |
| Agio                                   | 5 %                                                                              |
| Haftsumme                              | 1 % der Pflichteinlage                                                           |
| geplante Fondslaufzeit                 | 31.12.2028 + Option um 5 Jahre nach Beschluss                                    |
| Gesamt-Investitionsvolumen             | 37 Mio. €                                                                        |
| objektbezogenes Investitionsvolumen    | 35 Mio. €                                                                        |
| Investitionsquote                      | 92,41 %                                                                          |
| Investitionsquote + Liquiditätsreserve | 92,45 %                                                                          |
| Kommanditkapital ohne Agio             | 17,3 Mio. €                                                                      |
| Eigenkapitalzwischenfinanzierung       | durch finanzierende Banken                                                       |
| Fremdkapital                           | 19,7 Mio. €                                                                      |
| Fremdkapitalquote                      | 54 %                                                                             |
| Ausschüttungshöhen                     | 3,8 % p.a. bis 2020; 4 % p.a. bis 2024; 4,2 % p.a. bis 2026; 4,5 % p.a. bis 2028 |
| Ausschüttungsrhythmus                  | monatlich ab dem 7. Monat nach Einlagenerbringung                                |
| Schlussausschüttung                    | 108,01 %                                                                         |
| Mehrerlösverteilung                    | 25 % nach Hurdle Rate von 4% p.a.                                                |
| Übertragungsmöglichkeit                | ja, jeweils zum 31.12.                                                           |
| emissionshausinterner Zweitmarkt       | ja                                                                               |
| steuerliche Behandlung                 | Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung                                         |
| approximierte Gesamtkostenquote        | 1,33 % (oder bis zu 2,90 % Ø-NAV)                                                |

## Historie & Management

Die Flex Fonds Gruppe respektive das Vorgängerunternehmen INTECO wurden 1989 durch Gerald Feig gegründet. Der Firmengründer ist bis heute aktiv in der Unternehmensgruppe tätig und aktuell Vorsitzender des Vorstandes der Flex Fonds Capital AG. Eine tiefe regionale Verwurzelung, nicht nur allein in wirtschaftlicher Hinsicht, am Sitz der Unternehmensgruppe in Schorndorf, 30 km östlich von Stuttgart, lässt sich unschwer ausmachen. Diese regionale Prägung schlägt sich auch in vielfacher Weise bei der Konzeptionierung von Kapitalanlagen in späteren Jahren nieder.

Historisch gesehen wurden bislang 18 Beteiligungsfonds aufgelegt, wobei durchweg der Investitionsschwerpunkt auf dem Bereich Immobilie gelegen hat. Mit einem Investitionsvolumen von 900 Mio. € konnten mehr als 130 Immobilienobjekte finanziert werden. Gleichwohl konnte nicht jede Investition die in sie gesetzten Erwartungen erfüllen.

Bereits in frühen, teils herausfordernden Zeiten wurde der Anspruch des Firmeninhabers an sich selber, aber vielmehr noch der Umgang mit Anlegern und den ihm anvertrauten Kundengeldern deutlich sichtbar. Exemplarisch seien diesbezüglich die Querelen um die Berliner Volksbank und nicht eingehaltene Finanzierungszusagen noch zur Zeiten von INTECO ins Feld geführt. Durch hohes persönliches finanzielles Engagement seitens des Firmengründers konnten sowohl die Vermittler als auch Anleger schadlos gehalten werden. Dieser faire Umgang miteinander ist auch noch heute Teil der Firmenkultur. Auch in der Folgezeit ist es bei Schwierigkeiten immer wieder zu anlegerbevorzugenden und schadensabwendenden Handlungen gekommen. So hat das Management zeitweise problembehaftete Assets auf eigene Bücher herausgekauft, um die Anleger vor unkalkulierbaren Risiken und Unwägbarkeiten zu schützen.

Trotz einer jahrzehntelangen Marktpräsenz darf ebenso festgestellt werden, dass es innerhalb der Flex Fonds Gruppe eine ständige Bereitschaft zur (persönlichen) Weiterentwicklung und Lernbereitschaft gibt, die sicherlich zum Fortbestand der Unternehmung mit beigetragen hat und sehr deutlich ihren Niederschlag bei der Konzeptionierung späterer Produkte gefunden hat. Neben der Anpassung an sich verändernde Marktbedingungen werden auch Strategien erarbeitet, um Entwicklungen aufzugreifen, vorwegzunehmen sowie realistische Visionen ausgegeben, die den Fortbestand der Unternehmensgruppe sichern sollen. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass die Anbieterin langfristig an der Seite der Anleger agieren kann.

Auch die personelle Konstanz im Management und die geringe Fluktuationsanfälligkeit sprechen ebenfalls für die Flex Fonds Gruppe. Darüber hinaus ist es dem Anbieter gelungen, die neu gegründete Flex Fonds Invest AG Kapitalverwaltungsgesellschaft mit fachlich versierten Personen, insbesondere mit praxisnah agierenden Professoren, neu zu besetzen, so dass auch die Managementkompetenz weiter ausgebaut, ergänzt und langfristig gesichert werden konnte.

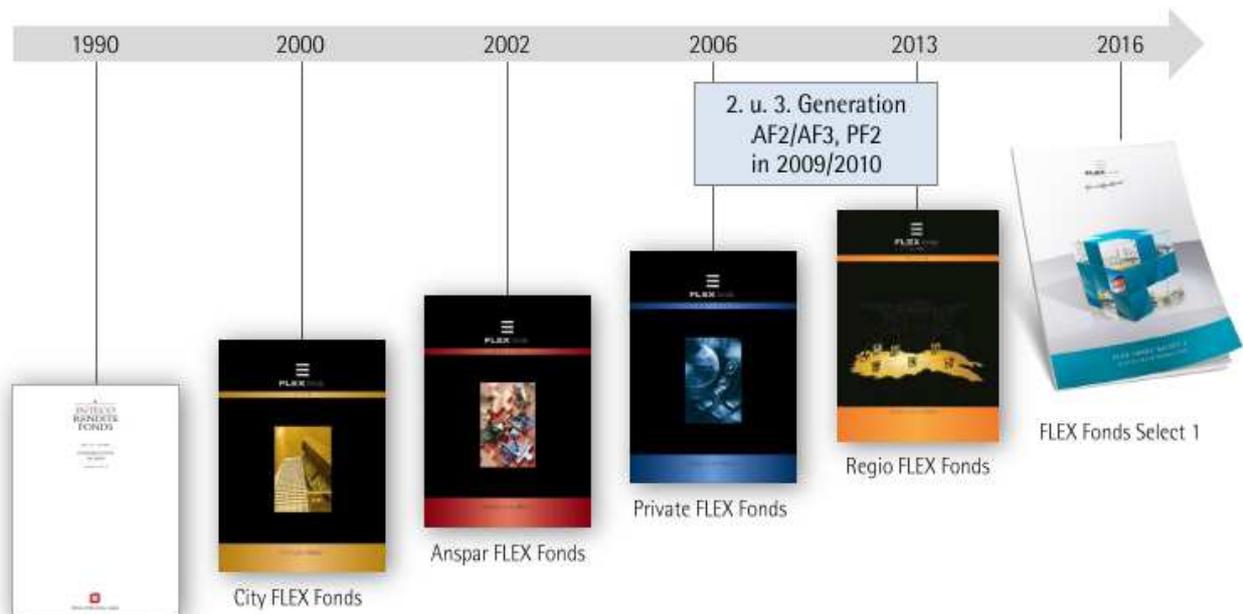
Die Zukunftsfähigkeit wurde ebenfalls durch die 2015 erteilte Zulassung als Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) gefestigt. Dies ist nach Ansicht von LSI eine abzusehende Konsequenz für Flex Fonds gewesen. Dadurch dürfen zukünftig nur noch regulierte sog. Alternative Investmentfonds (AIF) aufgelegt und verwaltet werden, die wiederum nur von Vermittlern vertrieben werden dürfen, die eine bestimmte gewerberechtliche Erlaubnis besitzen und in der Regel eine fachliche Eignung nachweisen mussten: ein Punkt, auf den die Flex Fonds Gruppe schon in früheren Tagen sehr viel Wert gelegt hat. Diesbezüglich hatte man lan-

ge vor der Regulierung das Konzept des Lizenzpartnermodells ins Leben gerufen, wonach jeder angehende Vermittler inhouse geschult und eingehender betrachtet wurde. Damit sollte zum einen die professionelle und fachkundige Vermittlung von Produkten aus dem Hause Flex Fonds sichergestellt werden. Zum anderen sollte damit erreicht werden, dass die Kapitalanlageprodukte zielgruppengeeignet platziert wurden. Heutzutage ist dieser stringente Vermittler-Auswahlprozess regulierungsbedingt obsolet geworden, obgleich die frühere Tradition der Lizenzpartner-schulung fortgeführt wird. Ergebnis dieses

aufwendigen Vertriebsprozesses und der Vorwegnahme regulatorischer Vorgaben ist die Tatsache, dass es bisweilen keine einzige juristische Auseinandersetzung mit Anlegern gegeben hat. Die Anwendung hoher Qualitätsstandards auch auf Vertriebsseite nach Maßgaben des Vorstandes rundet das Managementbild damit schlussendlich positiv ab.

Insgesamt wird ein belastbares Management vorgefunden, das auf Grund seiner Einstellung, Erfahrungen, Kenntnisse und Kompetenzen den hier vorliegenden Fonds langfristig erfolgreich begleiten wird können.

## Historische Produktentwicklung



Quelle: Flex Fonds

## Anlagestrategie und Marktsegment

Anlageschwerpunkt des hier vorliegenden Fondsproduktes ist die direkte und/oder indirekte Investition in Gewerbeimmobilien ab vier Millionen Euro Verkehrswert in deutsche Mittelzentren. Seit dem Jahre 2010 hat die Flex Fonds Gruppe ihre immobilientechnische Ausrichtung auf diesen Standorttyp und dieses Nutzungssegment gelegt und konsequent weiter ausgebaut. Zahlreiche frühere Investitionsbeispiele zeugen hierbei von einer erfolgreichen Umsetzung.

Des Weiteren soll nur in ausgewählte Regionen und Städte in Deutschland mit einem Einzugsgebiet von mehr als 20 000 Einwohnern investiert werden, die zudem als Mittelzentrum einkategorisiert werden. Letztgenannter Begriff beschreibt damit einen zentralen Ort der mittleren Stufe nach dem System der zentralen Orte, welches der Geograph Walter Christaller 1933 entwickelt hat. Die Bedeutung eines Ortes bestimmt sich danach weniger nach seiner Größe als vielmehr nach seiner infrastrukturellen Ausprägung im Vergleich zur näheren Umgebung. Diese Standortwahl wird des Weiteren von der Überlegung getragen, dass kleinere Städte von ihrer Struktur her sowohl für Investoren als auch für Mieter leichter ein- und abschätzbar und damit berechenbarer sind als große, unübersichtliche Ballungsräume. Nutzerseitig wird dies nicht selten durch langlaufende Mietverträge und Standortverbundenheit honoriert.

Bei der Investitionsstrategie lässt man sich daher insbesondere von den Annahmen leiten, dass wirtschaftlich prosperierende Mittelzentren, die auch langfristig eine gesunde, diversifizierte Arbeitsangebotsstruktur aufzuweisen haben, einen guten verkehrstechnischen Ausbaustand vorzeigen können, eine positive soziodemografische Entwicklung zeigen, als Kultur- und Verwaltungszentrum eine wichtige Funktion wahrnehmen, den täglichen Grundbedarf decken, wichtige medizinische

Einrichtungen anbieten, ein regionales Bildungsangebot offerieren, von einem lebendigen sozialen Miteinander geprägt sind und dementsprechende Einrichtungen vorhalten, landschaftlich attraktiv sind und/oder touristisch wahrgenommen werden, auch langfristig als nachhaltig attraktive Investitionsstandorte Bestand haben werden.

Diese stehen im Zentrum der Flex Fonds Select-Reihe und damit auch dieses Fondsangebotes. Konkret selektiert Flex Fonds Standorte mit hoher Beschäftigungsrate und einer dementsprechend hohen lokalen Kaufkraft, um dem zentralen Aspekt der wirtschaftlichen Prosperität Rechnung zu tragen. Makrotechnisch wird von dem Standort weiter gefordert, dass dieser sowohl eine günstige Bevölkerungsentwicklung als auch eine hohe Zentralitätskennziffer sowie einen positiven Pendleraldo aufweisen muss. Die beiden letztgenannten Aspekte sind insbesondere für die Bezeichnung einer Stadt als regionales (Mittel) Zentrum entscheidend. Nicht zuletzt wird von dem konkreten Objekt gefordert, dass es eine sehr gute Mikrolage vorweisen muss, die sich durchweg über eine innerstädtische Lage definiert. Langfristige Mietverträge und ein breit diversifizierte, bonitätsstarke Mieterstruktur, oftmals mit unterschiedlichen und lokal fein abgestimmten Nutzungskonzepten runden das Anforderungsprofil ab.

Den Fokus auf deutsche Mittelzentren zu legen ergibt sich dabei möglicherweise auch aus dem Umstand heraus, dass sich der Firmensitz von Flex Fonds selbst an solch einem Standort befindet und man durch Vor-Ort-Investitionen bereits hinreichend Erfahrungen sammeln konnte, die man bei der Fondskonzeptionierung und konkreten Ausgestaltung mit einfließen lassen konnte. Nicht zuletzt ist die Aus-

gestaltung der Anlagebedingungen Ausfluss einer erfahrungsgetriebenen Lernkurve seitens des Managements der Flex Fonds Gruppe.

Den Investitionsfokus auf deutsche Mittelzentren unter Zugrundelegung überdurchschnittlicher Standortfaktoren zu legen, ist eine bereits praxiserprobte und langfristig tragfähige Anlagestrategie.

### Auswahlprozess und Ankaufsexposé

Um zu einer Investitionsentscheidung zu gelangen, wird zunächst eine standort- und nutzungsspezifische Voranalyse gestartet, die insbesondere die objektspezifischen Anforderungen im Bezug auf die gerade angesprochene Mikro- und Makrolage einfängt. Diese beiden bedeutenden Punkte finden sich später noch einmal detailliert ausformuliert im Ankaufsexposé unter dem Punkt Standort wieder. Parallel dazu werden die fondstechnischen Anlagebedingungen abgeprüft, da ansonsten später regulierungsbedingt ein Ankauf scheitern würde. Unmittelbar im Anschluss daran wird sogleich die lokale Wettbewerbssituation analysiert. Nur so können langfristig erfolgreiche objektspezifische Nutzungskonzepte erstellt und eine geeignete Mieterklientel mit hohem Standortbindungswillen identi-

fiziert werden. Im Falle einer positiven Absichtserklärung über den Erwerb einer Immobilie schließen sich eine technische, (steuer-)rechtliche und wirtschaftliche Due Diligence an, die von einem externen Verkehrswertgutachten flankiert wird. Permanente Besprechungsrounds aus den einzelnen Fachbereichen begleiten diesen Prozess. Nachfolgend werden die einzelnen Themenbereiche innerhalb des Ankaufsprozesses dargestellt.

Der umfassende und technisch ausgereifte Auswahlprozess erhöht die Chance, langfristig erfolgreiche Immobilien zu identifizieren.



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Flex Fonds Präsentation

## Sicherheitsarchitektur

Hervorzuheben ist bei dem vorliegenden Beteiligungsangebot die konservative Kalkulationsweise, die sich vor allem im Zahlenwerk des siebten Kapitels des Verkaufsprospektes wiederfinden lässt. Damit wird zum einen der vielfach beobachtbaren Risikoaversion privater Kapitalanleger Rechnung getragen. Zum anderen ist sie Ausdruck einer gelebten Bodenständigkeit seitens der Flex Fonds Gruppe, da man sich nicht der Gefahr aussetzen möchte, Anleger mit zu hohen Erwartungen schlussendlich enttäuschen zu müssen.

Vorab stellt bereits der Ankauf einen sehr wichtigen Erfolgsfaktor dar. Daher sollen Objekte prospektgemäß zu einem durchschnittlichen **Ankaufsfaktor** von 14,87 der nachhaltig erzielbaren Jahresnettomiete erworben werden, was einer Anfangsbruttorendite von 6,72 % entspricht. Dies ist auch deshalb möglich und nachvollziehbar, da Flex Fonds nach eigenen Angaben in einer **Ankaufsspanne** zwischen 7 und 15 Millionen pro Objekt agiert, was durch bereits erfolgte Ankäufe bestätigt werden kann. Hierbei handelt es sich um einen Bereich, der für Privatinvestoren volumenmäßig (zu) herausfordernd ist und bei größeren institutionellen Investoren oftmals keine Beachtung findet. Das aktive Eintreten in dieser Investitionsspanne ermöglicht aber gerade das Ausnutzen von Opportunitäten und die Erzielung von noch hohen Anfangsrenditen. Des Weiteren sind die Objekte in ihrer Gestaltung, Lage und Nutzungskonzept nur schwer duplizierbar und stoßen vor Ort auf eine geringere Konkurrenzsituation, wie dies in Ballungszentren oft der Fall ist. Dies wiederum erhöht die Akzeptanz der ausgewählten Immobilie, die nicht selten eine lokale Ankerfunktion aufweist. Allerdings schlägt sich dies in gewissen Maßen auch im Preis nieder. So konnte der erste Objektankauf nur zu einem um 0,46fachen höheren Einkaufsfaktor als prospektiert durchgeführt werden. Letztendlich müssen die aufgerufenen Einkaufspreise

auch immer in Relation zu der erworbenen **Objektqualität** betrachtet werden. Anders wie nach den Anlagebedingungen möglich, werden bewusst keine Projektentwicklungsrisiken eingegangen, sondern nur schlüsselfertige, vollvermietete Gebäude übernommen. Nicht selten sind die angebotenen Objekte kürzlich errichtet worden oder als neuwertig zu bezeichnen. Dadurch befinden sich die Liegenschaften auf dem neusten technischen Stand, profitieren von den immobilientypischen Gewährleistungspflichten und ziehen einen reduzierten Instandhaltungsaufwand nach sich. Auf Grund des breiten Netzwerkes der Flex Fonds Gruppe und bereits erfolgter Voroptionierungen ist davon auszugehen, dass weitere Objekte in guter Qualität rund um den anvisierten Ankaufsfaktor erworben werden können.

Trotzdem wird von Beginn an mit 6,28 % der jährlichen Jahresnettomieteinnahmen an **Instandhaltungsaufwendungen** kalkuliert. Dies stellt einen im Branchenvergleich hohen Wert da und ermöglicht dem Fonds, auch auf unvorhergesehene Ereignisse liquiditätsstark zu reagieren. Nur so ist es möglich, werthaltige Liegenschaften weiterhin auf einem hohen Qualitätsniveau zu halten.

Auch wenn die Objekte vielfach neu bezogen werden und in diesem Zusammenhang Mietvertragslaufzeiten von 10 Jahren und länger ausgehandelt worden sind, werden nutzungsabhängig zwischen 2-4 % der Nettomieteinnahmen jährlich als **Mietausfallwagnis** einkalkuliert. Ein generelles Mietausfallrisiko ist nie auszuschließen und allein aus kaufmännischer Vorsicht pauschal zu dotieren.

Neben einer angemessenen Vergütung für das Facility-Management in Höhe von 2,5% p.a. werden im besonderen Maße auch an die nicht umlagefähigen Bewirtschaftungskosten gedacht, die bei Gewerbeobjekten zwingend zu berücksichtigen sind und vorliegend mit 5,62%

der jährlichen Nettomieteinnahmen angesetzt werden. Insgesamt wird der Baustein **Bewirtschaftungskosten** mit 8,28% p.a. dotiert, wobei hier auch nicht umlagefähige Umsatzsteueranteile enthalten sind. Dieser Ansatz bewegt sich damit am oberen Ende des Branchendurchschnittes.

Die **Finanzierung** des Fremdkapitals ist zu einem Zinssatz von 2,2% kalkuliert worden. Dies sollte vor dem Hintergrund der aktuellen Marktgegebenheiten darstellbar sein. Jede günstigere Eindeckung wirkt sich unmittelbar zu Gunsten der Liquiditätsreserve aus. Nach Ablauf einer zehnjährigen Zinsfestschreibung wird sodann mit einem Zinssatz von 4,5% kalkuliert, um auch auf mögliche zwischenzeitliche Steigerungen am Zinsmarkt vorbereitet zu sein.

Auch die **Tilgungsleistung** mit 2,5% auf die ausgegebene Darlehnssumme kann im Branchenvergleich als weit überdurchschnittlich angesehen werden. Zwar engt der Fonds dadurch seinen Liquiditätsspielraum etwas ein, da diese Finanzmittel nicht mehr für Ausschüttungen zur Verfügung stehen. Auf der anderen Seite bedeuten Tilgungsgewinne auch immer Substanzvergrößerung zugunsten des Eigenkapitalanteils. Zudem reduziert sich der spätere Finanzierungsbedarf im Hinblick auf die dann deutlich geringere **Restdarlehnsvaluta** von rund 70 % der ursprünglichen Kreditsumme.

Was den späteren Verkauf angeht, so werden 1,7 Jahresnettomieten vom ursprünglichen Kaufpreis aus kaufmännischer Vorsicht in Abzug gebracht. Gleichzeitig werden mit dieser Maßnahmen und einer daraus logischerweise höheren Anfangsrendite größere Investorenkreise angesprochen, was die späteren Verkaufschancen steigert.

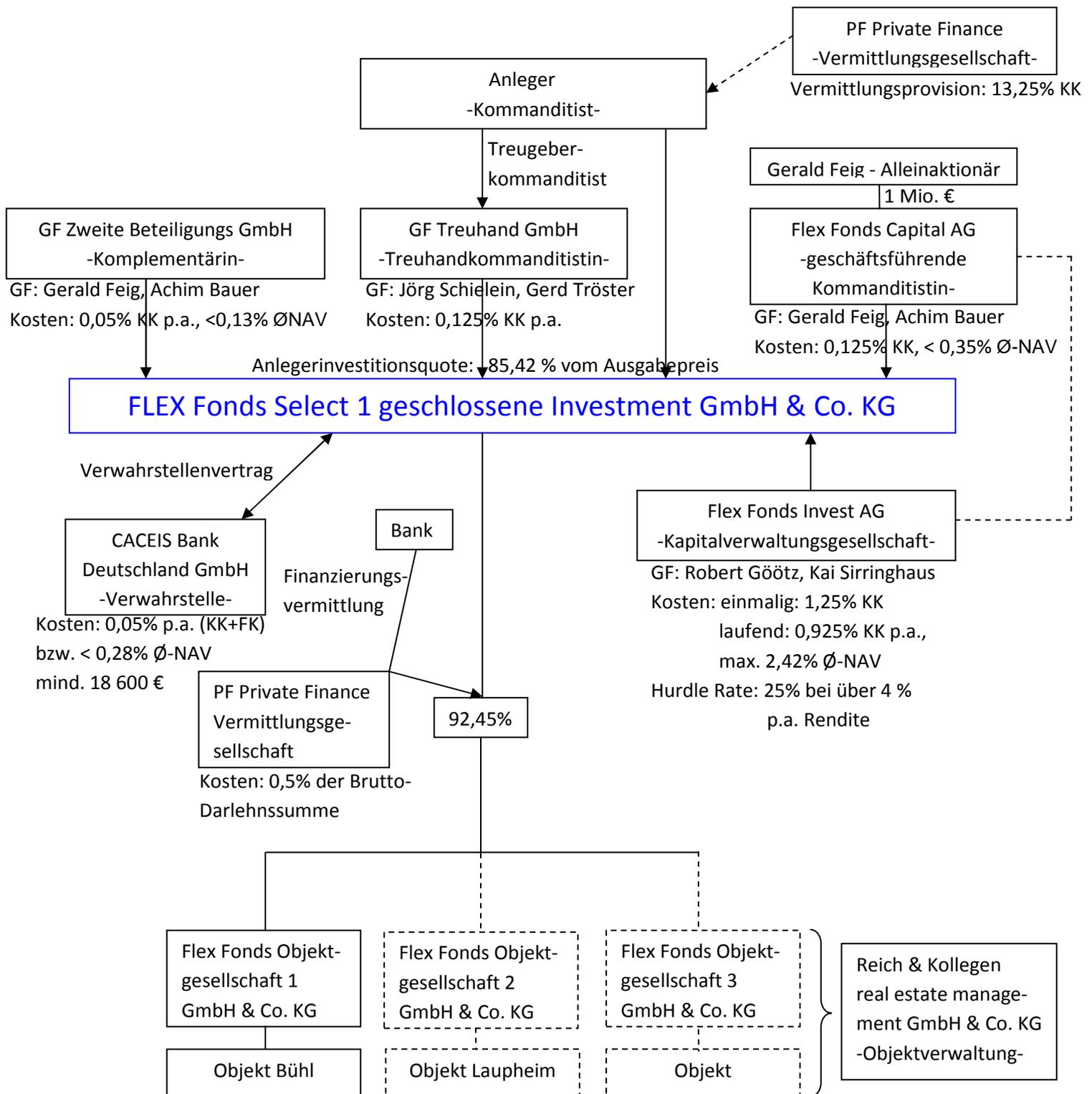
Trotz dieses weit überdurchschnittlichen **Verkaufsabschlages** ist es immer noch möglich, aus dem Verkaufserlös abzüglich der Restdarlehnsvaluta und Transaktionskosten das Kommanditkapital vollständig zurück zu führen.

Schlussendlich wird auch auf der Einnahmenseite behutsam vorgegangen. Neben den heute schon feststehenden Mietzahlungen auf Grund vertraglicher Vereinbarungen wird der Miet-Cash-Flow erstmals im Jahre 2021/2022 um homöopathische 0,3%-0,6% pro Jahr gesteigert. Trotz einer äußerst moderaten **Mietsteigerung**, gepaart mit einer überdurchschnittlichen Tilgungsleistung und einem signifikanten Verkaufspreisabschlag, erhält der Investor zum Ende der geplanten Beteiligungsdauer 155% Gesamtmittelrückfluss. Dadurch wird deutlich, dass das Fondsmanagement auf keinerlei Objektsteigerung spekulieren muss, um die in Aussicht gestellte Rendite darstellen zu können. Dadurch entfällt ebenfalls der Druck, auf besonders vorteilhafte Immobilienmarktsituationen angewiesen sein zu müssen.

Letztendlich sind der freie Liquiditätsüberschuss und damit die gewährte Rendite nur noch die logische Folge großzügig kalkulierter Ausgabepositionen und üppig dotierter Sicherheitsbausteine, die jeweils immer prozentual zu den tatsächlich vereinnahmten Mieterträgen zum Ansatz kommen, weshalb exemplarisch mit prospektierten Werten gearbeitet werden kann. Unweigerlich werden später nicht verbrauchte Liquiditätspolster zur Ausschüttung gelangen und damit die Rendite erhöhen.

**Eine nachweislich zahlenmäßig konservative und durchdachte Fondskonzeptionierung mildert immobilienpezifische Risiken deutlich ab.**

## Organisationsdiagramm, personelle Struktur, Kostenbelastung



$\Sigma$  laufende Vergütung [KVG, Komplementärin, geschäftsführender Kommanditist] < 2,90 % Ø-NAV

Erläuterungen: KK = Kommanditkapital, FK = Fremdkapital, GF = Geschäftsführer,  
NAV = Nettoinventarwert, < = bis zu (-Klausel)

Quelle: eigene Darstellung

## Konkrete Investitionsausgestaltung

Auch wenn die Anlagebedingungen generell sehr weit gefasst sind und damit einen breiten Investitionsspielraum eröffnen, so kann bei dem bereits erworbenen bzw. voroptionierten Objekten eine werthaltige Umsetzung und damit eine anlegerfreundliche Konkretisierung der Anlagebedingungen ausgemacht werden. Die Ausgestaltung der Anlagebedingungen ist letztendlich auch Ausfluss einer erfahrungsgetriebenen Lernkurve seitens des Managements der Flex Fonds Gruppe, die somit dem Anleger zugute kommt.

Makrotechnisch umgesetzt wurde obiger Standortauswahlprozess zunächst durch die Fokussierung auf das wirtschaftsstarke Baden-Württemberg. Anschließend erfolgte die Sichtung eines nachhaltig stabilen Mittelzentrums. Nach eingehender Vorselektion passender Investitionsoportunitäten bei paralleler Prüfung entsprechender Wirtschaftsdaten fiel die Wahl auf den Landkreis Rastatt und hier insbesondere auf die Stadt Bühl. Die rund 29 000 Einwohner zählende Stadt befindet sich rund 10 km südwestlich von Baden-Baden. Gemäß dem Prognos Zukunftsatlas, der die Zukunftschancen und -risiken aller 402 Kreise und kreisfreien Städte in Deutschland untersucht, rangiert die Zielinvestitionsregion deutlich im oberen Drittel des Rankings.

Soziodemographisch besticht Bühl durch eine positive Bevölkerungsentwicklung von rund 3 % bis 2030. Des Weiteren herrscht per definitionem in Bühl Vollbeschäftigung vor. Dies hängt maßgeblich mit der hier vorzufindenden Wirtschaftsstruktur zusammen, welche granular und sehr diversifiziert aufgebaut ist. Neben dem Umstand, dass sich mehr als 1200 Betriebe in und um Bühl angesiedelt haben, sind einige weltweit tätige Unternehmen als auch Marktführer aus den Bereichen Automobilindustrie, Konsumgüterindustrie, Automatisierungstechnik, Möbelbau oder auch der Sicherheitstechnik ansässig. Eine wirtschafts-

freundliche Unternehmerpolitik, schnelle Genehmigungspraxen und ein stetiger Ausweis neuer Gewerbeflächen sollen auch zukünftig die Standortattraktivität Bühls sichern. Dies lässt sich zudem an einem starken Einpendlerüberschuss ablesen. Einkommenstechnisch schlägt sich dies alles mit einer Kaufkraft von 51460 € pro Haushalt nieder, wobei Bühl damit weit vor dem bundesweiten Durchschnitt und auch über dem landesweiten liegt. Ein weiterer Blick auf die einzelhandelsrelevanten Kennzahlen zeigt eine leicht überdurchschnittliche Kaufkraftkennziffer von 106,6, eine deutlich überdurchschnittliche Umsatzkennziffer von 127,4 sowie eine hohe Zentralitätskennziffer von 119,5. Letztgenanntes ist dabei auch auf einen guten Ausbaustand der Verkehrsinfrastruktur zurück zu führen. Die Anbindung an die Autobahn A 5, die Bundesstraße 3, drei Flughäfen im 100 km Radius, ein Bahnanschluss sowie ein gut ausgebauter ÖPNV zeugen hiervon. Auch die soziale Infrastruktur mit einem großen Schulangebot, mehreren Altenpflegeheime, Sozialstationen und einem Krankenhaus ist deutlich ausgeprägt. Das Bürgerhaus Neuer Markt bietet zudem Raum für kulturelle Veranstaltungen. Die unmittelbare Lage zum Schwarzwald, zahlreiche Veranstaltungen und Feste sowie das gastronomische Angebot machen den Standort auch touristisch attraktiv, was sich an über 1400 Gästebetten ausmachen lässt. Auf Grund seiner Ausstrahlungskraft und der vor Ort anzutreffenden Infrastruktur wird der Standort Bühl seiner Einkategorisierung als Mittelzentrum durchaus gerecht.

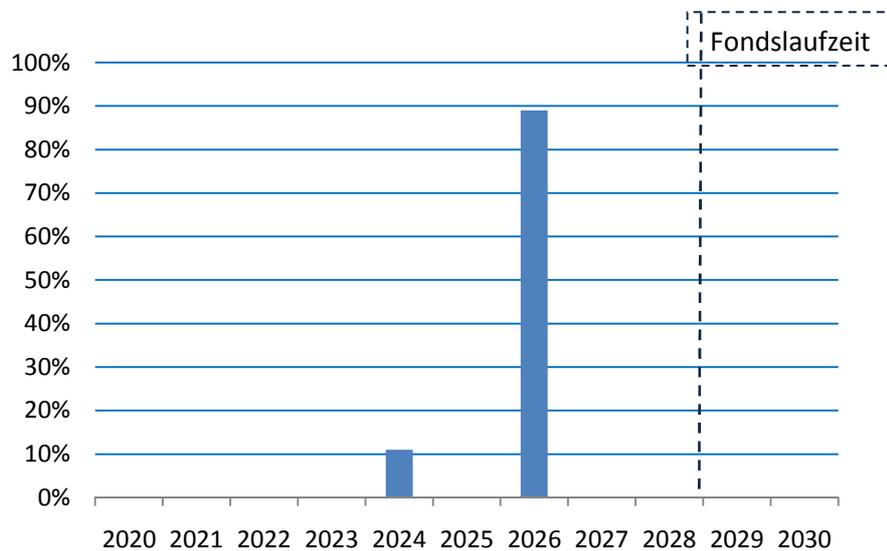
Breits im November 2016 wurde das im Jahr 2014 fertig gestellte Geschäftshaus Bühler Tor in 77815 Bühl/Baden notariell an den Fonds angebunden, wobei eine Eigenkapitalzwischenfinanzierung der kreditgebenden Bank die Kaufpreiszahlung sicherstellte. Erworben wurde die Liegenschaft für 6,1 Mio. € und damit nur leicht über den gutachterlich fest-

gestellten Wert von 5,93 Mio. € (Stand: 31.08.2015). Das Objekt befindet sich am Anfang der belebten Haupteinkaufsstraße von Bühl. Durch seine im Erdgeschoss befindlichen Einzelhandelsflächen bereichert es das vor Ort anzutreffende Warenangebot. Die Anmietung durch eine Zahnarztpraxis und eines Dentallabors erweitern das medizinische Angebot der Stadt. Zusätzlich wurden attraktive und neuwertige Büroflächen geschaffen. Der Mietzins für die jeweiligen Flächennutzungskonzepte bewegt sich dabei im marktgerechten Rahmen.

Die Akzeptanz der Immobilie spiegelt sich nicht zuletzt in der Vollvermietung wider. Damit fügt sich die Liegenschaft mit ihrem Nutzungskonzept nahtlos in die vorgefundene Mikrostruktur ein.

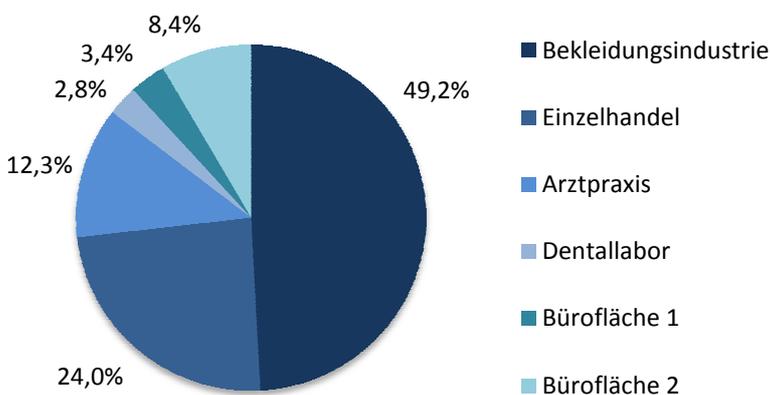
Die Anbindung des Objektes in Bühl kann als gelungene Umsetzung des Auswahlprozesses und damit der Anlagestrategie identifiziert werden.

### Mietvertragslaufzeiten Objekt Bühl



Quelle: Diagramme: eigene Darstellung, Fotos: Flex Fonds

### Flex Fonds Select 1 - Objekt Bühl Nutzungsverteilung nach Mieteinnahmen



## Gesellschaftsvertrag

| Regelungen (Auszug)                       | Ausgestaltung                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| § 3 Gründungsgesellschafter               | GF Zweite Beteiligungs-GmbH als persönlich haftende Gesellschafterin (Komplementärin),<br>Flex Fonds Capital AG als geschäftsführende Kommanditistin,<br>GF Treuhand GmbH als Treuhandkommanditistin                                                                                            |
| § 5 Rechtsstellung der Treugeber          | wie unmittelbar beteiligte Kommanditisten                                                                                                                                                                                                                                                       |
| § 6 Haftsumme                             | 1% der Pflichteinlage                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| § 7 Gesellschafterkonten                  | Kapitalkonto I: eingezahlte Pflichteinlage<br>Kapitalkonto II: variabel; Erfassung der Gewinn- und Verlustanteile des Gesellschafters<br>Kapitalkonto III: Entnahmen des Gesellschafters<br>Kapitalkonto IV: sonstige Einzahlungen, insbesondere Agio                                           |
| § 9 Anlagegrenzen                         | siehe Anlagestrategie und Marktsegment                                                                                                                                                                                                                                                          |
| § 10 Geschäftsführung und Vertretung      | jeweils die geschäftsführende Kommanditistin,<br>Befreiung vom Selbstkontrahierungsverbot des § 181 BGB                                                                                                                                                                                         |
| § 12 Informations- und Kontrollrechte     | gesetzliche Regelungen gemäß § 166 HGB                                                                                                                                                                                                                                                          |
| § 14 Beschlussfassung                     | Beschlussfähigkeit zur Beschlussfassung bei ordnungsgemäßer Aufforderung zur Stimmabgabe,<br>je 50 € auf Kapitalkonto I gewährt eine Stimme,<br>Stimmquotenregelung im Hinblick auf § 13 (Gegenstand von Beschlussfassungen),<br>keine Nachschussverpflichtung                                  |
| § 15 schriftliches Abstimmungsverfahren   | mindestens einmal jährlich bis spätestens 30.09. eines jeden Jahres, weiteres schriftliches Abstimmungsverfahren auf Verlangen von mindestens 2 % des stimmberechtigten Kapitals                                                                                                                |
| § 18 Beteiligung am Ergebnis und Vermögen | in Abhängigkeit des Kapitalkontos I                                                                                                                                                                                                                                                             |
| § 19 Entnahmen (Ausschüttungen)           | Ausschüttung aus erwirtschafteten Liquiditätsüberschüssen,<br>Ausschüttungsberechtigung ab dem siebten Monat,<br>grundsätzlich keine Einlagenrückgewähr unter den Betrag der Haftsumme, allerdings handelsrechtliche Kapitalrückzahlungen bis zu einer Höhe von 15 % der Pflichteinlage möglich |
| § 20 Vergütungen der Gesellschafter       | siehe Organisationsdiagramm                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| § 21 Verfügung über Anteile               | nach schriftlicher Zustimmung der geschäftsführenden Kommanditistin zum Ablauf eines Kalenderjahres                                                                                                                                                                                             |
| § 25 Kündigung                            | kein Recht zur ordentlichen Kündigung                                                                                                                                                                                                                                                           |
| § 30 Dauer der Gesellschaft               | bis zum 31.12.2028 mit zustimmungspflichtiger Verlängerungsoption um maximal fünf weitere Jahre                                                                                                                                                                                                 |

## Kritische Würdigung

Bereits weiter oben wurde angemerkt, dass es sich um ein durchdachtes Fondskonzept mit einer breiten Sicherheitsarchitektur und einem belastbaren Standortanalyseprozess handelt. Nichts desto trotz weist das vorliegende Beteiligungsangebot auch einige Schwächen auf. Nachfolgend werden einige analysierte Schwäche dargestellt sowie relevante Risikofelder angesprochen.

Voranzustellen ist, dass das Beteiligungsangebot als Blind-Pool-Konzept aufgelegt worden ist, wonach naturgemäß keine konkreten Aussagen zu wirtschaftlichen Gegebenheiten oder etwa zu mietvertraglichen Ausgestaltungen getroffen werden können. Diese Informationstransparenz kann nur nach erfolgreicher Objektanbindung hergestellt werden. Diesbezüglich ist der Verkaufsprospekt sehr technisch gehalten, was wiederum ein hohes Vertrauen in die Fondsgeschäftsführung zwecks operativer Umsetzung voraussetzt. Nach Bewertung der bisher angekauften bzw. voroptionierten Immobilien wie auch aus Leistungen in der Vergangenheit kann Flex Fonds dem aber gerecht werden. Nichts desto trotzdem hätten die Investitionsbedingungen etwas konkreter gefasst werden müssen, gerade für Anleger und Vermittler, denen das Emissionshaus noch nicht hinreichend bekannt ist. Auch das wirtschaftlich belastbare Konzept der Mittelzentren-Investition ist hoch attraktiv, allerdings nicht deutlich genug herausgestellt worden.

Trotz eines gut durchdachten Ankaufs- und Auswahlprozess gilt es dennoch zu bedenken, dass durch exogene Schocks eine nachteilige Verschiebung der wirtschaftlichen und /oder soziodemografischen Struktur die Zukunftsfähigkeit eines investitionswürdigen Mittelzentrums beeinträchtigen kann. Insbesondere können nachteilige politische, wirtschaftliche oder infrastrukturelle Entscheidungen die Standortattraktivität massiv beeinflussen. Diese Unwägbarkeiten wird auch ein noch so

breit gespanntes Sicherheitsnetz nicht vollständig abfedern können.

Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass innerstädtische Lagen wieder an Attraktivität verlieren und sich insbesondere die Bedarfsdeckungsaktivitäten der lokalen Bevölkerung auch wieder vermehrt in die Randbereiche einer Stadt verlagern könnte. Durch gesellschaftliche Trends und weiter voranschreitende Digitalisierungsprozesse können einzelne Branchen im Niedergang begriffen sein, die heute noch Mieter in den Objekten sind.

Zudem schlagen stärkere oder langandauernde wirtschaftliche Kontraktionen oder gar Rezessionen mittelfristig auf Gewerbeobjekte durch, so dass Flächenbeibehaltungen oder -erweiterungen der Mieter in Frage gestellt werden könnten. Hinzu gesellen sich, gerade bei kleineren Mietern, unmittelbare Bonitätsverschlechterungen, die allerdings auch bonitätsstarke Mieter bei z.B. gravierenden Managementfehlern oder falscher Marktpositionierung treffen können.

Detaillierte Regelungen im Hinblick auf geforderte bzw. akzeptierte Mieterbonitäten fehlen ebenso wie konkrete Ausführungen zur Mieterincentivierung. Letztgenanntes ist allerdings dringend geboten, da, wie bei dem Objekt in Bühl exemplarisch gezeigt, Mietvertragslaufzeiten kürzer als die Fondslaufzeit sein können. Daher sollten Anreize geschaffen werden, dass die bisherigen Mieter ihre Mietvertragsverlängerungsoption ziehen. Andererseits kann im Falle eines Auszuges und einer positiven wirtschaftlichen Lage eventuell eine höhere Vermietungsleistung durchgesetzt werden. In beiden Fällen bedarf es hier eines engagierten Fondsmanagements, welches vorliegend gegeben ist.

Nicht alle potenziellen Investorengruppe können eine belastbare Einschätzung von kleinen und mittleren Städten vornehmen, woran ein

späteres Aufkaufangebot scheitern könnte. Zudem stehen Mittelzentren nicht immer im Investorenfokus, so dass ein ausreichendes Ankaufsinteresse nicht immer gegeben sein könnte. Banken könnte das Konzept nicht schlüssig oder unbekannt sein, woran letztendlich eine Finanzierung auf Aufkäuferseite scheitern könnte.

Deutlich positiv herauszuheben ist die frühzeitig in den Analyseprozess eingebundene Wettbewerbsuntersuchung. Dies wird dazu beitragen, eine passende und nachhaltige Mieterbesetzung für die Liegenschaften zu finden. Allerdings fällt bei der Besetzung der Einzelhandelsflächen in dem Objekt Bühler Tor auf, dass die Auswahl auf Grund der bereits vorhandenen Konkurrenzsituation nicht immer optimal getroffen wurde. Das Objekt in Bühl weist keinerlei eigene KFZ-Stellplatzflächen auf, so dass die Nutzer des motorisierten Individualverkehrs auf lokale Angebote angewiesen sind oder auf Wettbewerber mit Parkmöglichkeiten ausweichen könnten. Andererseits gilt es aber zu bedenken, dass die Stadt Bühl das bürgerfreundliche Einkaufen durch die Bereitstellung von 2000 Parkplätzen zu moderaten Gebühren fördert, sodass gebäudeeigene Stellplätze verzichtbar sind. Die grundsätzliche Anpassung gewerberechtlich ausgestalteter Mietverträge an die Inflationsrate trägt zum einen zu realem Kapitalerhalt bei. Auf der anderen Seite erfolgen die Anpassungen nicht immer hundertprozentig und zum anderen können schwellenbasierte Indexierungsklauseln bei unterplanmäßig verlaufenden Inflationsraten zu einer deutlich verzögerten Anpassung führen.

Es fällt auf, dass über die Jahre kaum nennenswerte Beträge in die Liquiditätsreserve eingestellt werden, gleichwohl angemerkt werden muss, dass die Rücklagentöpfe für Mietausfallwagnis und Instandhaltung über die Jahre vorgetragen werden. Dies hätte allerdings im Prospekt deutlicher herausgestellt

werden können. Generell fehlt eine summenmäßige Darstellung der einzelnen Positionen.

Der angestrebte prospektierte Einkaufsfaktor von 14,87 konnte bisweilen nicht eingehalten werden. Trotz eines zweifellos vorhandenen Netzwerkes und einer gut gefüllten Deal-Pipeline konnte sich die Flex Gruppe dem immobilientechnischen Preisauftrieb nicht in Gänze entziehen. Gleichwohl konnte das Objekt Bühler Tor zu einem Faktor von 15,32 erworben werden, was immer noch als moderat bezeichnet werden kann.

Die großzügig dotierte Eigenkapitalbeschaffungsprovision ist geeignet, die anvisierten Platzierungszahlen zu erreichen. Gleichzeitig mindert das wiederum die Substanzquote, sodass ein etwas moderater Ansatz ausreichend gewesen wäre.

Auch wenn der Fonds als langfristige Bestandshaltung konzeptioniert ist, fehlen grundsätzlich Ideen, welche wertsteigernden und werterhöhenden Maßnahmen man während der Laufzeit noch zusätzlich ergreifen könnte.

Auf Grund der sich abzeichnenden Tendenz, neu errichtete Gebäude zu erwerben, besteht prinzipiell die Gefahr, dass sich vertraglich zugesicherte Baugewährleistungen und/oder Mietgarantien als nicht werthaltig herausstellen könnten. Auch besteht das Risiko, dass sich die Akzeptanz eines Neubaus erst noch langwierig einstellen muss. Durch eine ausführliche Due-Diligence sollten diese Risiken jedoch hinreichend berücksichtigt worden sein.

Wie bei unternehmerisch geprägten Beteiligungsmodellen üblich, verbleiben auch vorliegend standort-, objekt- und mieterspezifische Restrisiken. Auf Grund des versierten Managementteams, der Anlagestrategie und des Auswahlprozesses sowie der breiten Sicherheitsarchitektur werden diese Unwägbarkeiten abgemildert und die Fondsgesellschaft für investitionswürdig gehalten.

## SWOT-Analyse

| Stärken                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Schwächen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ erfahrenes und kompetentes Emissionshaus mit langjährigem Leistungsnachweis</li> <li>◆ belastbares Netzwerk im relevanten Marktsegment</li> <li>◆ regulierter Anbieter mit eigener KVG</li> <li>◆ vollreguliertes Produkt mit erhöhten Transparenz- und Reportingpflichten</li> <li>◆ angestrebte Risikomischung über mehrere Objekte und Mieter</li> <li>◆ durchdachtes Standortfokussierungs- und Auswahlkonzept</li> <li>◆ erfolgreiche erste Investitionsanbindung</li> <li>◆ nachweislich konservative Fondskonzeptionierung</li> <li>◆ Ausschluss von Projektentwicklungsrisiken</li> <li>◆ hohe Investitionsquote</li> <li>◆ keine Fremdwährungsrisiken</li> <li>◆ fair ausgestalteter Gesellschaftsvertrag</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Semi-Blindpool-Konzept</li> <li>◆ sehr weit gefasste Anlagebedingungen, die die Investitionsstrategie nicht immer einfängt</li> <li>◆ Auswahl- und Ankaufsprozess ohne detaillierte Erläuterungen</li> <li>◆ Mittelzentren-Konzept nicht dargestellt</li> <li>◆ erhöhter Verwaltungsaufwand auf Grund breiter Mieterstruktur und der Objektanzahl</li> <li>◆ keine Sensitivitätsanalysen</li> <li>◆ fehlende Ausführungen zur Anschlussvermietungs-Incentivierung</li> <li>◆ kein Mieter-Anforderungsprofil</li> <li>◆ fehlende Aufsummierung vom Positionen in der Liquiditäts- und Ergebnisprognose</li> <li>◆ fehlendes Organisationsdiagramm</li> <li>◆ vereinzelte Schlüsselpersonenrisiken und Interessenskonflikte</li> </ul> |
| Chancen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Risiken                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ weitere Standortaufwertung</li> <li>◆ Mehrerlöse durch höhere Vermietungsleistung, insbesondere nach Mieterwechsel</li> <li>◆ Mehrerlöse durch geringere Instandhaltungs- und Bewirtschaftungskosten</li> <li>◆ Mehrerlöschancen bei Verkauf</li> <li>◆ steuerfreier Veräußerungsgewinn</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Standortrisiken</li> <li>◆ Anschlussvermietungsrisiken / Leerstand</li> <li>◆ Verschlechterung Mieterbonitäten</li> <li>◆ geringeres Transaktionsvolumen und eventuelle Liquiditätsrisiken in Kleinstädten</li> <li>◆ ausbleibende Mietsteigerungen bei nicht prognosegemäßer Inflationsentwicklung</li> <li>◆ ungünstige Immobilienmarktentwicklung und Exit-Verschiebung</li> <li>◆ höhere Volatilität bei Gewerbeimmobilien</li> <li>◆ Änderung der Besteuerungsgrundlage</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                              |

## LSI Analyseprozess

| LSI Sachwertanalyse     |      |
|-------------------------|------|
| LSI-Vor-Ortbegehung     | ja   |
| LSI-Bildmaterial        | nein |
| LSI-Managementgespräche | ja   |
| LSI-Prüfprozess (2+1+1) | ja   |

## LSI Fazit

**LSI Sachwertanalyse** konnte durch ausführliche Gespräche mit dem Management während einer zweitägigen Unternehmens- und Produktpräsentation ein seit Jahren gewonnenes Analysebild verfeinern und abrunden. Dabei gaben kritische Fragestellungen tiefergehende Einblicke in das Unternehmen und in die handelnden Personen. Flex Fonds versteht es in nachgewiesenem Maße, sich dem Thema regionale Immobilienmärkte zu widmen und belastbare Ergebnisse vorzuweisen. Die Umsetzung mit Hilfe des vorliegenden Fondsangebotes ist die logische Konsequenz einer erfahrungsbasierten Investitionshistorie

Nicht allein die Auswahl nach, wenn auch vorrangig zu prüfenden, wirtschaftlichen Kriterien sondern auch die Einbeziehung von etwa soziodemographischen, infrastrukturtechnischen oder verwaltungsseitigen Aspekten führen im Endergebnis zu einem belastbaren Fondskonzept. Diese standorttechnische Horzonerweiterung trägt am Ende dazu bei, dass sich die erworbenen Immobilien problemlos in die vorgefundene Mikrostruktur einfügen, die Makrostruktur durch ihre jeweiligen Flächennutzungsangebote erweitern und bereichern und dadurch über Jahre bzw. Jahrzehnte hinaus marktgängig und zukunftsfähig bleiben.

Fundierte Gedanken über die Anlagestrategie und das auserkorene Marktsegment in Verbindung mit einem belastbaren und detaillierten Auswahlprozess, angereichert durch eine branchenüberdurchschnittliche Sicherheitsarchitektur, dirigiert von einem engagierten, fluktuationsabstinenten Management münden schlussendlich in einem konservativen Beteiligungsangebot.

**LSI Rating zu FLEX Fonds Select 1 geschlossene Investment GmbH & Co. KG: sehr gut -**

## Disclaimer

Es handelt sich vorliegend nicht um ein Rating gemäß EG Verordnung 1060/2009 noch sind derartige Regelungen hier anzuwenden. Weiterhin stellt das Dokument keine Finanzanalyse im Sinne des § 34 b WpHG dar und darf auch nicht anderweitig als Ratinggrundlage verwendet werden. Bei der noten-technischen Einkategorisierung handelt es sich lediglich um ein Werturteil von LSI Sachwertanalyse, dass, wie der Rest der Analyse, vom Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S.1, 1 Var. GG erfasst wird. Das Dossier erhebt abschließend keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Insofern wurde auch keine Prüfung der hier dargestellten Aussagen durch eine weitere unabhängige Instanz (z.B. Wirtschaftsprüfer oder Aufsichtsbehörden) durchgeführt. LSI Sachwertanalyse hat für die Erstellung der Analyse teilweise auf öffentlich zugängliche Daten zurückgegriffen, die als vertrauenswürdig erachtet werden. LSI Sachwertanalyse hat dabei die Zuverlässigkeit der Quelle soweit möglich sichergestellt, aber nicht jede der in der Quelle genannten Information unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der in der Analyse enthaltenen Tatsachen und Werturteile weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung impliziert. Der Empfänger dieser Analyse sollte sich auf diese Tatsachen oder Werturteile nicht verlassen. Die vorliegenden Unterlagen stellen keine Wirtschafts-, Steuer- oder Rechtsberatung dar, noch ersetzen sie eine solche. Eine Anlageentscheidung kann auf Basis dieser Information daher nicht begründet werden. Eine Haftungsübernahme für den Eintritt der hier portraitierten wirtschaftlichen und steuerrechtlichen Ergebnisse wird ausdrücklich nicht übernommen. Maßgeblich für eine abschließende Entscheidung ist allein der genehmigte Verkaufsprospekt einschließlich sämtlicher Nachträge. Es erfolgt keine Haftungsübernahmen für die hier zusammengetragenen Informationen; diese können sich mittlerweile wieder geändert haben. Eine Aktualisierung wird nicht geschuldet. Es handelt sich hierbei um unternehmerische Beteiligungen; die vollständigen Risiken sind dem Verkaufsprospekt einschließlich sämtlicher Nachträge zu entnehmen. Ein Totalverlust inkl. Agio und weitere darüber hinaus zu leistende Beiträge sind nicht ausgeschlossen. Es wird keine Haftung für die Inhalte, welche sich aus den Emissionsprospekten bzw. Risiken, die sich aus dem Erwerb des jeweiligen Beteiligungskonzepts ergeben, übernommen. Ebenfalls ist hierin kein Angebot zur Abgabe einer Willenserklärung respektive Aufforderung zur Zeichnung zu sehen, auch nicht konkludent. Ebenso kann hieraus kein wie auch immer geartetes Vertragsverhältnis abgeleitet werden, noch wird eine individuelle Leistungsverpflichtung auf Basis dieses Dokumentes geschuldet oder zugesagt. Die Verwendung dieses Dokumentes ersetzt nicht die individuelle Plausibilitätsprüfung des Finanzintermediärs noch wird hiermit konkludent ein Auslagerungsvertrag geschlossen. Das hier analysierte Emissionshaus kann allenfalls ein kostenpflichtiges Nutzungs- und Verbreitungsrecht erwerben. Die Analyse wird allerdings unabhängig von einer derartigen Lizenznehmerschaft erstellt. Die Analyse unterliegt dem Urheberrecht. Daher darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung keine der in dem Dossier enthaltenen Meinungen kopiert oder anderweitig vervielfältigt, gespeichert oder in irgendeiner Form teilweise oder komplett weiterverbreitet werden. Zitate aus der Analyse sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Darüber hinausgehende Nutzungen bedürfen der schriftlichen Genehmigung durch LSI Sachwertanalyse. Sämtliche Rechte bleiben vorbehalten.