Philip Nerb
Werteanalysen intelligenter Geldanlagen

TSO Europe Funds Inc.
Nachlese TSO-DNL Funds I bis III

Drei Fonds hat der US-amerikanische Initiator TSO The Simpson Organization im deutschen Markt bisher emittiert. Wie sind die Fonds verlaufen, wurden die Vorgaben erreicht? Im Folgenden lesen Sie eine Auswertung der gegenwärtigen Portefeuilles vor dem aktuellen Markthintergrund.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst, Mitglied bei Mensa in Deutschland e. V.

Der Initiator

The Simpson Organization (TSO), Atlanta, wurde 1988 von Allan Boyd Simpson gegründet und ist auch heute noch eigentümergeführt. 2006 wurde für die Emissionen in Deutschland ein eigenes Emissionshaus gegründet, die TSO Europe Funds Inc., hierzulande vertreten durch die Deutsch-Niederländische Investmentagentur (DNL), mit Sitz der Verwaltung in Uedem und der Vertriebsniederlassung/Kundenbetreuung in Düsseldorf.

Die geprüfte Leistungsbilanz der bisherigen Plazierungen ist beeindruckend. Bei einer durchschnittlichen Laufzeit von 3,3 Jahren (über alle abgewickelten Projekte) wurden bis dato als niedrigstes Ergebnis 10 % p. a. erwirtschaftet. Die Renditen lagen in der Vergangenheit in der Regel im zweistelligen Bereich (im Durchschnitt bei 24,3 % p. a.).

TSO ist in der erlebten Kommunikation sehr kooperativ und aktiv.

Stärken | Erfahrener Nischenanbieter mit einer beeindruckenden Leistungsbilanz.

Der Markt

Der deutsche Anleger wird heute ständig verunsichert durch Hiobsbotschaften über die wirtschaftliche Entwicklung der USA. Meist handelt es sich bei derartigen Nachrichten um Globalaussagen, die die gesamten USA betreffen, den Norden ebenso wie den Süden, Osten und Westen. Ebenso, wie bei der wirtschaftlichen Entwicklung Europas die einzelnen Länder zu unterscheiden sind, zeigen die einzelnen Staaten der USA teils stark differierende Entwicklungen. Der geneigte Leser möge sich an die Zeiten der weltweiten Wirtschaftskrise erinnern: Auch und gerade in den beiden zurückliegenden Jahren haben professionelle Investoren massiv gekauft. Investiert wurde in Immobilien, Unternehmen, Infrastruktur, Landrechte, sogar in Länder (über die Finanzierung von Staatsschulden)[1][2].

Für den Privatanleger bedeutet dies: Antizyklisches Investieren kann sich außerordentlich rentieren, wenn und falls der Investor sich auskennt und echte Perlen erwerben kann. Eine umfassende Krise für die Allgemeinheit stellt für die wenigen mit ausreichend Kapital eine außerordentliche Chance dar.

Ob die USA nun von einer Inflation[3] oder einer Deflation[4] bedroht sind; ob eine Währungsreform bevorsteht oder nicht; ob die

Tryon Plaza, Charlotte, NC.

Mehr von Philip Nerb: www.werteanalysen.de
Werteanalysen EuRus GmbH, Steinhauserstraße 70
CH-6301 Zug

7. Juni 2011

riesigen Erdgasvorkommen im Land für einen Aufschwung sorgen[5], oder nicht; all diese Fragen sind für den Investor vergleichsweise belanglos – wenn der Mikrostandort sorgfältig evaluiert wurde; wenn das Zielinvestment deutlich unter dem aktuellen Marktwert erworben wurde; und wenn das Objekt von der Investmentgesellschaft vor Ort verwaltet wird und diese Gesellschaft selbst mit ins Risiko geht. Wenn das Portefeuille zudem aus Objekten mit unterschiedlichen Nutzungsarten besteht, erhöht sich die Gesamtanlagesicherheit weiter. Immobilien, die durch eine sorgfältige Mieterauswahl langfristige Rückflüsse generieren, sind in jedem Markt verkäuflich. Änderungen in der Währung bzw. im Wechselkurs sind solange irrelevant, solange wie die Investitionssumme in USD gehalten und gedreht wird.

The Fountains Office Park, Smyrna, GA.

Investoren, die ebenfalls grundlegende Veränderungen in den USA erwarten, sollten daher ihr Kapital über die Zeit des jeweiligen Einzelinvestments hinaus in den USA parken. Am besten im nächsten rentablen Investment. Möglicherweise beim gleichen Anbieter.

Die Angebotsstruktur

Boyd Simpson hat sich mit der TSO und seinem erfahrenen Mitarbeiterstab als exzellenter Marktkenner erwiesen, der gezielt sehr hochwertige Objekte mit Wertsteigerungspotential erwerben kann. Dabei bewegt sich TSO ausschließlich im Südosten der USA. Gefüllte Kassen sind heute mehr denn je ein wichtiger Wettbewerbsvorteil. In Krisenzeiten mit Eigenkapital zu kaufen, macht sich bezahlt. Wenn Banken immer restriktiver finanzieren und viele Marktteilnehmer verkaufen müssen (Stichwort Deflation und Nachbesicherung), dann lassen sich auch hochwertige Immobilien deutlich unter Wert aufkaufen. Die Voraussetzung hierfür sind schnelle Investitionsentscheidungen und ein sehr schneller Kapitalfluß. TSO hat nach eigener Aussage eine Umsetzungsgeschwindigkeit von unter 30 Tagen von Beginn einer Objektprüfung bis zum Kapitalfluß, da auch hier alles von eigenen Mitarbeitern erledigt wird.

Für deutsche Anleger wichtig: TSO haftet stets persönlich, in der Regel in Person des Präsidenten Boyd Simpson, für die Hypothekenverbindlichkeiten.

Die Wertentwicklung der Immobilien unterteilt sich in drei Phasen: Zum Einkaufszeitpunkt der Gewerbeimmobilien aus Gelegenheitsverkäufen ergeben sich hohe Gewinnmöglichkeiten bei hohem Risiko. In dieser Opportunity-Phase investiert TSO nur mit eigenem Geld und dem Kapital ausgewählter US-amerikanischer Investoren, die TSO langjährig verbunden sind. Die Kapitalhaltedauer beträgt hier rund 2 Jahre. Anschließend folgt die Value-Added-Phase. In dieser Optimierungs-Phase kann auch deutsches Fondskapital eingebunden werden. Grundsätzlich beläßt TSO auch in dieser Phase eigenes Kapital im Investment, nur das Geld der US-amerikanischen Erstanleger kann gedreht werden. Nach einer Haltedauer von 2 bis 3 Jahren erfolgt die Core-Phase. Hier wird der angestrebte Marktwert erreicht und die Immobilie veräußert.

Millpond Village, Cary, NC.

Der Vorteil dieses Vorgehens: Projektentwicklungstypische Risiken wie Genehmigungs- und Planungsrisiken sind eingeschränkt. Die Renditen in

Zahlen und Fakten

Investitionsobjekte	Gewerbeimmobilien im Umkreis von Atlanta, Orlando, Raleigh, alle im Südosten der USA
Bereits erworbene Objekte	8 per Ende 2010 und aktuell 9 von 10 bis 12 geplanten Zielobjekten
Nutzungsart	Class-A-Bürogebäude, Bürogebäude inklusive eines hochwertigen, voll klimatisierten und konventionell gemauerten Logistikgebäudes, Einkaufszentrum
Mietfläche	per Ende 2010 94.861 m², per Mai 2011 114.161 m²
Vermietungsstand	zwischen 76 % und 100 % (Ausnahme Tryon Plaza: Dieses Objekt wurde entmietet und nach erfolgter Kernsanierung als Eigentum-Büros einzeln verkauft. Anteil der Fondsgesellschaft beträgt 7,9 %, diese erhält zudem eine Vorzugsausschüttung von 12 % p. a.)
Steuerliche Struktur	Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung in den USA; kein gewerblicher Grundstückshandel
Kaufpreis	USD 137 Mio. per Ende 2010, USD 161 Mio. per Mai 2011
Wert laut Gutachten	USD 281 Mio.
Geplante Fondslaufzeit	3 bis 5 Jahre, geplantes Gesellschaftsende am 01. 01. 2017
Mindestzeichnungssumme	USD 15.000 zzgl. 5 % Agio
Komplementärkapital	mindestens USD 1 Mio.
Kommanditkapital	max. USD 70 Mio. zzgl. 5 % Agio
Gesamtkapital	rund USD 160 Mio.
Fremdkapital	Finanzierungshebel auf Projektebene, Soll: 65 %, Ist: aktuell 66 %
Geplante Rendite	über 14 % p. a. (IRR, vor Steuern), kumuliert 191,83 %
Weichkosten	17 % (bez. auf EK), 6,8 % (bez. auf GK), jeweils incl. Agio
Treuhandkommanditist	Konzerntochter
Plazierungsgarant	nein
Investitionsquote	Soll: 75 % incl. Agio; Ist: 62,8 % incl. Agio
Liquiditätsreserve	USD 1,5 Mio.
Alleinstellungsmerkmale	Hohe Eigenbeteiligung des Komplementärs. 8 Objekte sind per Ende 2010, 9 per Mai 2011 angebunden. Hoher Diversifikationsgrad durch Objekte unterschiedlicher Nutzungsart an verschiedenen Standorten. Die Immobilien können einzeln veräußert werden. Laut Gesellschaftsvertrag bedeutet dies, daß die Kommanditisten dadurch laufende Rückflüsse (neben den Vorzugsausschüttungen) ihres eingesetzten Kapitals zuzüglich 85 % Gewinnbeteiligung erhalten. Bisher kein einziges Negativergebnis. Langjährige Tätigkeit, sehr zahlreiche Projekte. Hohe Eigenbeteiligung der Verantwortlichen bei gleichzeitig schlanker Kostenstruktur.

diesem Markt liegen durchschnittlich im höheren zweistelligen Bereich.

Generell ist die potentielle Gewinnspanne aus den von TSO zum Weiterverkauf nach der Entwicklung eingekauften Objekten sehr hoch. Sie kann bis zu mehreren Hundert Prozent betragen, diese werden an die Anleger weitergegeben. TSO partizipiert mit 15 % verhältnismäßig gering am Verkaufserlös über die Eigenbeteiligung hinaus. Dieses Vorgehen ist sehr ungewöhnlich, üblich wäre eine hohe Entlohnung für die geleistete Arbeit der Unternehmensgruppe. Da TSO in jeder Investitionsstufe selbst beteiligt ist, bleibt offensichtlich ein ausreichender Anreiz für überdurchschnittliche Arbeit gegeben. Bei aktuellen Fonds in Deutschland erhält TSO rund 1,8 % p. a. des jeweiligen Kommanditkapitals für die aktive Betreuung der Zielobjekte. Da hier sehr viel Arbeit zu leisten ist, um den angestrebten Mehrwert zu erreichen, halte ich die Kostenstruktur für ausgesprochen moderat. Die Anlegerbetreuung gestaltet sich aufgrund der vierteljährlichen Ausschüttungen ebenfalls verhältnismäßig arbeits- und damit kostenintensiv.

Der Fondsverlauf

Der bisherige Fondsverlauf der TSO-DNL Funds I., II. und III. ist von amerikanischen Wirtschaftsprüfern testiert. Fonds III ist (Stichtag 31. 12. 2010) in 8 Immobilien in Atlanta, Nord-Carolina, Florida und Tennessee investiert. Das eingesetzte Fondskapital weist mit rund USD 26,9 Mio. eine Investitionsquote von rund 86 % auf (eingesammeltes Kapital Ende 2010: USD 35,7 Mio., Reserven und Liquidität: USD 3,85 Mio.). Der Gesamtkaufpreis der Immobilien bzw. deren Beteiligungsanteil lag bei rund USD 137 Mio., damit liegt der Fremdfinanzierungshebel bei 66 %. Diese Quote ist hoch, agieren Banken vor dem Hintergrund der selbstverschuldeten Finanzierungskrise heute doch sehr restriktiv bei Immobilienfinanzierungen. Ein derart hoher Hebel kann heute als Qualitätsausweis für das Renommee von TSO bei den Banken gewertet werden.

Eine hohe Fremdfinanzierung birgt per se das erhöhte Risiko einer Nachbesicherung in sich, wenn die Immobilienpreise (Basis der Besicherung) in den Keller stürzen sollten. Sind die Immobilien deutlich unter Marktwert erworben, relativiert sich dieses Risiko, vor allem, wenn die Objekte überdurchschnittlich gut vermietet sind.

Sämtliche prognostizierten Ausschüttungen wurden bis dato eingehalten, die für 2010 geplante 8%ige Vorzugsausschüttung wurde ebenfalls durchgeführt.

Laut TSO wird für die Fondsprojekte eine Laufzeit von unter fünf Jahren angestrebt. Daran hat sich aktuell nichts geändert.

Was sich grundsätzlich geändert hat – und zwar zum Positiven aus Anlegersicht –, sind die günstigen Einkaufspreise aufgrund des wirtschaftlichen Umfeldes. Lag 2008 bei Emission der Buchgewinn im Einkauf bei den ersten drei Objekten noch bei rund 14,2 %, so liegt er heute über alle 8 Fondsobjekte bei rund 41 %.

Die bisherigen Angebote haben für die Anleger in jedem Fall einen positiven Ertrag erwirtschaftet. Dies zeugt von einer sehr sorgfältigen Objektauswahl durch die Entscheidungsträger. Das Risiko-Profil der TSO-Angebote war bis dato ausgesprochen gut: Dank einer sehr tiefgehenden und umfassenden Standort- und Objektanalyse, die auf einer exzellenten Marktkenntnis fußt, wird eine sehr hohe Anlagesicherheit erreicht.

Summa summarum

halte ich den Initiator TSO Simpson Europe Funds Inc., in Deutschland vertreten durch DNL Invest, Düsseldorf und Uedem, für sehr empfehlenswert. Investments in den USA sind ein zunehmend schwieriges Thema, mit dem TSO nachweislich sehr gut umgehen kann. Aufgrund des großen Eigenengagements des Mutterhauses und der exzellenten Leistungsbilanz auch seit Krisenbeginn halte ich TSO für ein qualitativ hochwertiges und integres Unternehmen. Für Beteiligungen in US-Immobilien zählt dieser Anbieter zweifelsohne zur ersten Garnitur. ■

[1] Diese und alle weiteren Quellenangaben finden Sie auf www.werteanalysen.de. Geben Sie dazu im Suchfeld #451 ein.

736 Market, Chattanooga, TN.