Werteanalysen
Magazin für geschlossene Fonds
Waldemer & Nerb GdbR, Nandlstädter Str. 19, 85419 Mauern
Sonderdruck

# US Treuhand „UST XV“

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

**Objekt**
„Citicorp Center“, Chicago
**Kategorie**
Bürogebäude Klasse A, Einkaufspassage
**Fertigstellung**
1987
**Kaufpreis**
US$ 337,8 Mio.
**Mietfläche**
135.420m², 55 Stellplätze
**Mieter**
rund 70 Mieter
**Vermietungsstand**
67,4%
**prognostizierte Vermietungsquote**
96,7%
**Gesamtinvestition**
US$ 379,2 Mio.
**Kommanditkapital**
US$ 70,4 Mio. zzgl. 5% Agio
**Fremdkapital**
US$ 245 Mio., 10 Jahre Laufzeit, endfällig
**Mindestzeichnung**
US$ 50.000 plus 5% Agio
**Laufzeit**
40 Jahre und 6 Monate, geplante Laufzeit bis Ende 2015
**Ausschüttungen**
von 7,25% p.a. (2006) auf 10% p.a. (2015) steigend
**Weichkosten**
14,1% (bez. auf EK), 3,7% (bez. auf GK)
**Steigerungsrate Einnahmen und Ausgaben**
3% p.a., bis auf Betriebsaufgaben (2,8% p.a.)
**Wertgutachten**
bestätigt einen Wert über der Berechnungsgrundlage und einen sehr guten Zustand
**Coinvestor**
NACA L.P., Tochtergesellschaft von General Electric Pension Trust

**Alleinstellungsmerkmale**
Vorzugsausschüttung i.H.v. 7% p.a. vor General Partner, 7,25% p.a. gegenüber dem nachrangig beteiligten US-Partner; Kaufoption durch amerikanischen Partner in 2015; Mietabsicherung durch Partner (bis 2007)

## Der Initiator

Die US Treuhand wurde 1995 gegründet. Die Gesellschafter verfügen über langjährige Erfahrung im Bereich US-Immobilienfonds. Das vorliegende Angebot ist das vierzehnte seiner Art mit einer Immobilie in den USA. Die Leistungsbilanz 2004 weist für den Initiator einen positiven Verlauf der bisher aufgelegten Fonds aus. Bis auf eine Ausnahme wurden die Prognosen eingehalten oder übertroffen. Bisher wurde ein Eigenkapital von US$ 738 Mio. emittiert. Insgesamt macht der Initiator einen erfahrenen Eindruck – das „US Treuhand Konzept“ ist anlegerorientiert (siehe „Das Konzept“).

## Der Prospekt

Mit 95 Seiten ist der nach IDW S4-Standard erstellte Prospekt durchschnittlich umfangreich. Die Risikoaufklärung, die vertragliche Struktur sowie Sensitivitätsanalysen sind nachvollziehbar erläutert. Die Aufmachung ist sehr gut. Alles in allem ein professioneller Prospekt, fachlich fundiert und ansprechend.

## Der Standort

Der Mesostandort Chicago wird von verschiedenen Ratingagenturen als sehr interessant eingestuft: So ähnelt das wirtschaftliche Profil der Metropole laut Moody‘s dem wirtschaftlichen Profil der nationalen US-Wirtschaft. Damit ist Chicago relativ unabhängig von zyklischen Schwankungen in einzelnen Wirtschaftssparten. Feri bewertet den Standort mit „A“, was sich als „hohes Investitionspotential mit einem geringen Investitionsrisiko“ definieren läßt. Ebenso wurde der Büroimmobiliemarkt mit einem „A“ eingestuft. Der Mikrostandort der Immobilie ist exzellent: Das Gebäude ist über eine Einkaufspassage direkt an einen der beiden Chicagoer Pendlerbahnhöfe angeschlossen. Ein weiterer Bahnhof befindet sich in fußläufiger Entfernung, ebenso die städtische und staatliche Verwaltung und

weitere öffentliche Einrichtungen. Das Schnellstraßensystem ist problemlos für den Individualverkehr erreichbar. Im Haus existieren 55 Stellplätze, in unmittelbarer Umgebung befinden sich weitere 4700 öffentliche Parkplätze.
**Stärken –** Exzellenter Standort.

## Die Immobilie

Das Fondsobjekt wurde 1987 fertiggestellt und ist in die Qualitätsstufe „Klasse-A+“ eingestuft. Es bietet auf 40 Stockwerken rund 135.420m² Mietfläche. In den unteren beiden Etagen ist eine Einkaufspassage mit rund 6.900m ² Fläche integriert. Das Gebäude ist über die Einkaufspassage an einen von Chicagos zwei Pendlerbahnhöfen angebunden, womit sich die Mietattraktivität erhöht. Im Schnitt wird die Passage laut Initiator am Tag von rund 50.000 Pendlern frequentiert. Die Gebäudearchitektur ist sehr ansprechend gestaltet. Laut Prospekt ist das Objekt eines der architektonischen Wahrzeichen der Stadt, garantiert Mietern damit einen hohen Wiedererkennungswert. Die Mietflächen sind bez. ihrer Größe sehr unterschiedlich gestaltet, sodaß sich unterschiedliche Mieterbedürfnisse befriedigen lassen. Die Infrastruktur des Gebäudes ist modern, in den letzten Jahren wurden von den Voreigentümern größere Investitionen in die Gemeinschaftsbereiche getätigt. Ein Gutachten bestätigt einen Wert deutlich über dem Einkaufspreis, zudem wird der Gebäudezustand als „sehr gut“ ausgewiesen.
**Stärken –** Sehr attraktives Objekt mit einem hohen Wiedererkennungsfaktor. Sehr hohes Wertschöpfungspotential durch einen über dem Einkaufspreis liegenden Wert.

## Die Mieter

Zum gegenwärtigen Zeitpunk ist das Fondsobjekt zu rund 67,4% vermietet. Der Initiator prognostiziert mit einem Stand von 96,7%. Laut CB Ellis lag die Leerstandsquote in 2004 am Standort für vergleichbare Objekte bei rund 11,9%. Über die Gründe für den derzeitigen Leerstand schweigt sich der Initiator im Prospekt aus. Auf telefonische Anfrage wird der Leerstand nachvollziehbar mit dem Auszug zweier Großmieter zum Ende 2004 erklärt. Derzeit sind rund 70 Mietparteien, primär aus der Finanzdienstleistungsbranche, im Objekt. Die einzelnen Parteien sind meist bekannt und als bonide bekannt. Die Eckparameter der Mietverträge entsprechen dem Marktusus. Die einzelnen Mietparteien sind de facto bei einem Objekt dieser Größenordnung nicht ausschlaggebend. Wichtiger ist vielmehr die grundsätzliche Vermietbarkeit. Durch die Objektqualität und den Standort sollte selbige gegeben sein. Die prognostizierten Mieteinnahmen sind sehr konservativ gerechnet. Durch die Konzeption könnte der Fonds einen permanenten Leerstand von rund 12,3% verkraften, bis zu welcher Höhe der Anleger seine Vorzugsausschüttung von 7,25% p.a. erhalten würde. Durch die vorhandene Liquiditätsreserve erhöht sich der Sicherheit für den Anleger um ein weiteres.

## Das Konzept

Der Anleger soll in eine Büroimmobilie mit Einkaufspassage in Chicago investieren. Die Fondsgesellschaft agiert als Coinvestor neben einer Tochtergesellschaft des General Electric Pension Treuhand. Das Fondsobjekt wurde 1987 errichtet und ist als Klasse-A-Gebäude eingestuft. Die Lage ist exzellent, der derzeitige Vermietungsstand fällt mit rund 67,4% sehr niedrig aus. Der Initiator prognostiziert mit einem Leerstand von 3,3%. Das Sicherheitskonzept ist jedoch so gestrickt, daß durch sehr hohe jährliche Reserven der derzeitige Vermietungsstand ausreichen würde, um dem Anleger die Vorzugsausschüttung von 7% p.a. zu gewährleisten. Der amerikanische Partner hat eine Kaufoption, die Ende 2015 greift, ebenso könnte die Fondsgesellschaft das Objekt komplett erwerben. Die geplanten Finanzierungsparameter weisen eine Schwäche auf, da die Tilgung endfällig vereinbart ist. Ungewöhnlich für einen geschlossenen Immobilienfonds ohne Projektentwicklungscharakter ist die hohe Fremdkapitalquote von rund 65%. Die Fondskosten bez. auf das Eigenkapital fallen mit rund 14,1% durchschnittlich aus. In der Prognoserechnung fällt unangenehm auf, daß die Teuerungsrate von 3% p.a. nicht stringent durchgehalten wird: Die Betriebskosten werden mit einer Steigerungsrate von 2,8% p.a. angesetzt. Positiv fallen die Mieteinnahmeprognosen für die derzeit leerstehenden Flächen sowie die Anschlußverträge auf, die Annahmen sind hier sehr konservativ.

Dem Investor werden mehrere Sicherheitspuffer geboten: Der tatsächliche Mehrwert der Immobilie laut Gutachten stellt eine hohe stille Reserve dar; der Komplementär, wie auch der Partner sind nachrangig beteiligt; dies sollte die Beteiligten zu hochwertiger Arbeit motivieren; der prognostizierte Rückkauf nach rund 10 Jahre durch den Partner könnte ex post für eine attraktive Fondslaufzeit sorgen.
**Schwächen –** Endfällige Tilgung; prognostizierte Teuerungsrate inhomogen.
**Stärken –** Sehr umfangreiches Sicherheitskonzept für den Anleger.

## Summa summarum

*halte ich das Angebot „UST XV“ des Initiators US Treuhand für interessant. Durch die laut Gutachten vorhandenen stillen Reserven, gepaart mit dem „US Treuhand Konzept“ (s.o.) ergibt sich eine überdurchschnittliche Kapitalerhaltsicherheit. Sollte sich das geplante Verkaufsszenario nach rund zehn Jahren realisieren lassen, wäre die Gesamtanlage ex post als attraktiv zu bezeichnen. Getrübt wird der Gesamteindruck durch hohe Kosten und einige Schwächen in der wirtschaftlichen Konzeption. Das Angebot verdient aus meiner Sicht eine Bewertung mit „einwandfrei“ (2+).*