

# INVESTMENTANALYSE



## ACRON - Reserve at Westchase

Emissionshaus  
Segment / Zielmarkt

ACRON GmbH  
Immobilien / USA

Investment-Rating

**A-**

überdurchschnittlich

### Fondsstruktur

Fondsvolumen 42.100.000 USD  
Eigenkapital 14.600.000 USD  
Laufzeit 14 Jahre  
Mindestanlage / Stückelung 100.000 USD / 5.000 USD  
Beteiligungsart Limited Partner  
Rechtsform Limited Partnership  
Platzierungsart Public  
Emissionsstart / -ende 22.12.2006 / 31.12.2007  
Einzahlung einmalig  
Hafteinlage 100 % der Pflichteinlage  
Ausschüttungsspanne 7,00 - 63,83 %

### Investition

Immobilien 1 Büroimmobilie  
Straße / Haus-Nr. 3250 Briarpark Drive  
Stadt / Bundesstaat / Land Houston / Texas / USA  
Grundstücks- / Mietfläche in m<sup>2</sup> 19.737 / 18.009  
Stellplätze / Baujahr 826 / 1999  
Kaufpreis in USD / m<sup>2</sup> 34.550.000 / 1.918  
Anf. Miete in USD p.a. (NOI) 2.450.000  
Vervielfältiger 14,1  
Einkaufrendite in % 7,1

### Betriebsphase

Hauptmieter Cameron International Corporation  
Mietanteil in % 52  
Mietvertragsende 2015  
Weitere Mieter Wood Group Pressure Control, Aegis Mortgage Corporation  
Mietanteil in % 48  
Mietvertragsende 2013 bzw. 2010  
Darlehenswährung USD  
Zinsfestschreibung 02.10.2016  
Darlehensanteil in % 100  
Tilgung ab / geplante Tilgungsdauer 2012 / 25 Jahre

### Desinvestition

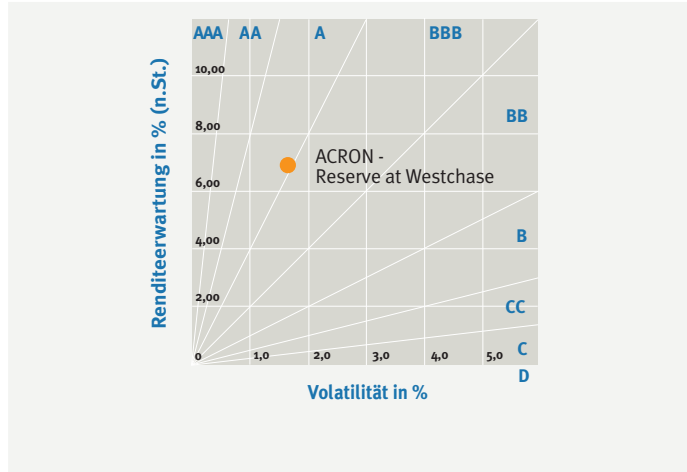
Verkaufsfaktor 13,9

### Beschreibung

Investition in ein 1999 errichtetes Class-A Bürogebäude am westlichen Stadtrand von Houston, Texas. Das Gebäude verfügt über vier Stockwerke mit einer gesamten Mietfläche von 18.009 m<sup>2</sup>. Die Grundstücksfläche beläuft sich auf 19.737 m<sup>2</sup>. Das Investment beinhaltet ein dreigeschossiges Parkhaus mit 798 Stellplätzen und weitere 28 Parkplätze. Das Gebäude ist momentan zu 100% an drei Mieter vermietet. Sowohl mit der Wood Group als auch mit der Aegis Mortgage Corporation wurden Triple-Net-Mietverträge abgeschlossen. Der Anteil der Cameron Int. Corp. an der Gesamtmietfläche beläuft sich auf

52%, der Aegis Mortgage Corp. auf 27% sowie der Wood Group auf 21%. Der Mieter Aegis Mortgage Corp. hat am 13.08.2007 Gläubigerschutz nach "Chapter 11" des US-amerikanischen Insolvenzrechts beantragt. Ein Angebot zur Auflösung des Mietvertrages wurde abgelehnt. Mietschulden sind bis zum Analysezeitpunkt nicht entstanden. Das Gläubigerschutzverfahren nach "Chapter 11" entbindet den Mieter nicht von der Verpflichtung zur Mietzahlung. Laut Auskunft des Initiators bestehen bereits Interessentenanfragen zur Übernahme der Mietflächen, sofern dies notwendig werden sollte.

### Rendite-Volatilität-Relation



### Stärken

- Keine Herstellungs- und Fertigungsrisiken
- Hohe Instandhaltungspauschale
- Relativ hohe Einflussmöglichkeit jedes Investors auf die Gesellschaft durch eine geringe Zeichneranzahl
- Geplante schnelle Rückführung des Kapitals an den Anleger

### Schwächen

- Hohe Mindestbeteiligung von 100.000 USD
- Erfolgsbeteiligung des Initiators schon nach 100%iger Rückführung des gezeichneten Kapitals
- Antrag des Mieters Aegis Mortgage auf Gläubigerschutz nach Chapter 11
- Hohe Fremdfinanzierungsquote, erneute Darlehensaufnahme im Jahr 2017

### Chancen

- Geringere Aufwendungen durch günstige Zinsentwicklung
- Erzielung eines höheren Mietzins bei Neuvermietung

### Risiken

- Das Risikopotential beschränkt sich im Wesentlichen auf die allgemeinen Marktrisiken einer Immobilieninvestition.

### Fazit der Analyse

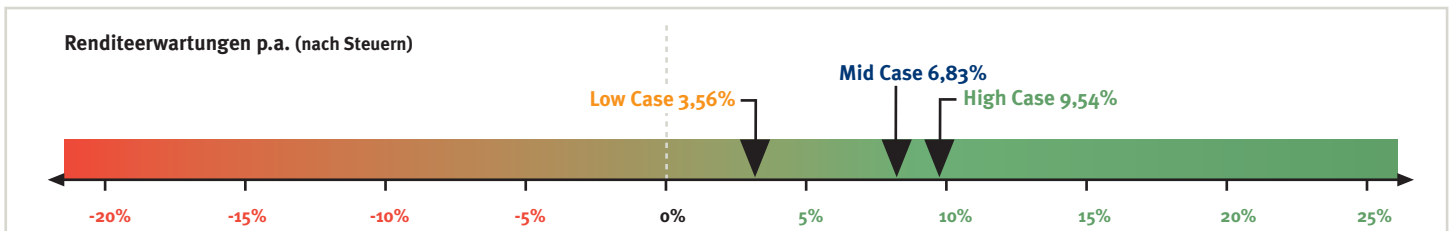
Neuntes Public Placement der seit 25 Jahren am Markt tätigen Acron GmbH im Zielmarkt Gewerbeimmobilien in den USA.

Der Fonds investiert in ein Bürogebäude am Wachstumsstandort Houston.

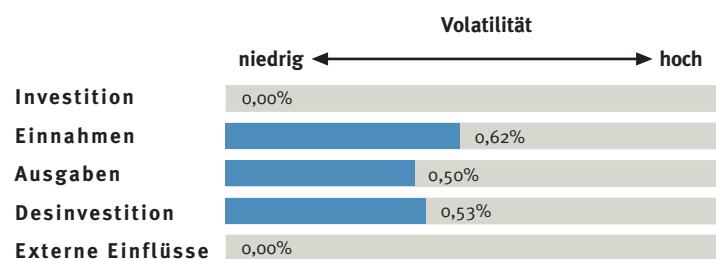
Das Einnahmerisiko verteilt sich auf nur drei Mietparteien. Der Fonds strebt

durch zusätzliche Fremdkapitalaufnahme während der Laufzeit eine rasche Mittelrückführung an den Investor an, die andererseits die bereits hohe Fremdfinanzierungsquote weiter erhöht.

Die rechtliche Konzeption weist Schwächen auf. Die steuerliche Konzeption ist einwandfrei.



## Aufteilung der Volatilität



Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wird die Leistung des Managements auf die Performance der einzelnen Variablen berücksichtigt. Kalkuliert wird mit einer Beeinflussung der Volatilität in Höhe des ausgewiesenen Managementfaktors.

### INVESTITION KEIN EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Die Fondsgesellschaft hat im September 2006 einen Kaufvertrag über ein Class-A Bürogebäude ("The Reserve at Westchase") mit 18.009 m<sup>2</sup> Mietfläche am westlichen Stadtrand von Houston abgeschlossen. Die Immobilie, die laut Wertgutachten in gutem Zustand ist, wurde 1999 errichtet. Der Eigentumsübergang, d.h. Kaufpreiszahlung und Lasten-Nutzenwechsel, wurde im November 2006 abgeschlossen. Es bestehen keine Herstellungs- und Fertigstellungsrisiken. Zum Gebäude gehören 28 ebenerdige und 798 Stellplätze in einem Parkhaus.

### EINNAHMEN 37,5% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Die Erträge aus der Anlage der Liquiditätsreserve wurden vom Initiator mit konservativen 3,5% p.a. kalkuliert. Scope wählt eine Spannweite von 4% bis 5,5% p.a. für die Verzinsung der Liquiditätsreserve, wobei

der Erwartungswert bei 4,75% p.a. liegt. Ein Ausfall des Mieters "Aegis Mortgage Corporation" im Jahr 2008 wird in den Scope-Berechnungen mit 50% angenommen. Im Falle des Ausfalls wird eine Anschlussmiete mit einer Spannweite von +/-10% der Initiatormiete unterstellt und eine Leerstandsdauer zwischen 3 und 12 Monaten angenommen. Die Steigerung der Mieteinnahmen wird vom Initiator mit 2,3% pro Jahr angenommen. Scope unterstellt beim Mieteinnahmewachstum in Anlehnung an die prognostizierte Inflationsentwicklung eine leicht höhere Steigerung von 2,5% p.a.

### AUSGABEN 30,1% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Die Zinsfestschreibung des Darlehens läuft bis Ende 2016 und deckt damit gut 70% des Prognosezeitraums ab. Der Initiator kalkuliert darüber hinaus angemessene Anschlusszinsen von 6,55% p.a. Die Fondsgesellschaft kann aufgrund der Triple-Net-Mietverträge bei 2 Mietern mit 48% der Mietfläche einen Großteil der anfallenden Instand-

## Erwartungswerte Sensitivität

Volatilität (Schwankungsbreite)	1,65%
Sharpe Ratio (Performance-Risiko-Relation)	2,77
Alpha (Rendite aus dem Management resultierend)	0,06%
Beta (Rendite aus dem Investitionsprojekt resultierend)	6,77%
Leverage (Fremdkapitalhebel)	2,71%
Break-Even-Wahrscheinlichkeit (Null-Verlust-Wahrscheinlichkeit)	>99%
Value at Risk (Riskiertes Kapital in 99% aller Fälle; gesamte Laufzeit)	0,00%

haltungskosten an diese weiterreichen. Für die bei ihr verbleibenden Kosten kalkuliert sie konservative 11,63 USD/m<sup>2</sup> p.a. (1,08 USD/sf p.a.) ein. Auf Basis üblicher Instandhaltungskosten wird eine Spannweite für die zu erwartenden Aufwendungen von 5,00 bis 10,00 USD/m<sup>2</sup> und Jahr angesetzt, wobei der Scope-Erwartungswert bei 7,50 USD/m<sup>2</sup> p.a. liegt.

### DESINVESTITION 32,4% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Scope hält eine Veräußerung der Immobilie Ende des Jahres 2020 zu einem 13,0-fachen Verkaufsfaktor, der unter den Annahmen des Initiators in Höhe von 13,9-fach liegt, für realistisch. In den Berechnungen zum High- und Low-Case wird eine Spannweite von 11,5-fach bis 14,5-fach angesetzt. Revitalisierungskosten zum Verkaufszeitpunkt werden vom Initiator nicht kalkuliert. Im Rahmen der Scope-Berechnungen werden Revitalisierungsaufwendungen mit einer Spannweite von 60 bis 180 USD jeweils pro m<sup>2</sup> Mietfläche angesetzt.

### EXTERNE EINFLÜSSE KEIN EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Einnahmen und Ausgaben der Fondsgesellschaft erfolgen in USD ebenso die Eigenkapitaleinzahlungen und die Ausschüttungen an die Gesellschafter. Ein Währungsrisiko auf Fondsebene besteht somit nicht. Die Steigerung der Mieteinnahmen erfolgt - wie in den USA häufig - nicht auf Basis indizierter Mietverträge in Abhängigkeit von der kalkulierten Inflationserwartung, sondern entsprechend vereinbarter Staffelmieten oder prognostizierter Anschlussmietkonditionen, die vom Initiator beim vorliegenden Beteiligungsangebot mit 2,3% p.a. kalkuliert wurden. Die Inflationsentwicklung wirkt somit auf Immobilien- und Mietpreise nur als einer unter vielen Faktoren und kann deshalb als untergeordneter Einflussfaktor beurteilt und in der Betrachtung vernachlässigt werden; die Ermittlung der durchschnittlichen Mietsteigerung unter "Einnahmen" wurde an die Entwicklung der Inflation angelehnt.

## Grundzüge der Analyse

Die Investmentanalyse basiert auf einer Analyse der Scope Analysis GmbH. Im Mittelpunkt dieser Analyse steht das Verhältnis von Renditeerwartung (Mid-Case) nach Steuern und deren Schwankungsbreite (Volatilität). Hierfür werden im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse (auch Monte Carlo Analyse) qualitative Faktoren in ein quantitatives Analysemodell überführt und damit die erforderliche Vergleichbarkeit zu anderen Kapitalanlagen hergestellt. Zur Berechnung der Werte bestimmen die Analysten, welche Faktoren auf die Rendite und das Risiko des Fonds einwirken und wie diese in der Zukunft schwanken können. Die Anzahl der Variablen liegt zwischen 5 und 20 - je nach Komplexität des Fonds. Der Einfluss des Managements auf die Performance des Investments wird mit Hilfe des sogenannten Managementfaktors (alpha) einbezogen. Es wird unterstellt, dass das Management sowohl die Rendite als auch das Risiko einer Beteiligung positiv oder negativ beeinflussen kann. Anschließend wird die Fondsrendite 10.000-mal unter Annahme der verschiedensten Szenarien berechnet. Bei der Berechnung werden die Variablen entsprechend ihrer vorgegebenen Schwankungsbreite und Wahrscheinlichkeitsverteilung variiert. Im Ergebnis steht die Ermittlung von verschiedenen Kennzahlen, die eine genaue Beurteilung des Investments erlauben. Das Investment-Rating ergibt sich aus dem modifizierten Sharpe-Ratio, dem Quotienten aus der erwarteten Rendite und der Volatilität. Dies bedeutet, dass diejenigen Fonds am besten abschneiden, bei denen Rendite und Risiko in besonders günstigem Verhältnis stehen. Daneben wird eine SWOT-Analyse (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats) erstellt. Dabei

umfassen die Stärken und Schwächen die internen Einflussfaktoren der Kapitalanlage. Chancen und Risiken entstehen hingegen durch externe Marktfaktoren, welche die Renditeentwicklung beeinflussen können. Auf [www.scope.de](http://www.scope.de) erhalten Sie unter "Erläuterung der Ratings" eine detaillierte Erklärung der Rating-Methodik. **Scope-Group** Die Ratingagentur analysiert systematisch alle marktrelevanten Neuemissionen im Segment Geschlossene Fonds nach einem einheitlichen Verfahren. Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.scope-group.com](http://www.scope-group.com) oder über die Hotline 01801-278910. **Haftungsausschluss** Grundlage für die Beteiligung an dem Fonds bzw. dem Angebot ist allein der vollständige Emissionsprospekt inkl. der darin enthaltenen Risikohinweise. Die Scope Analysis GmbH haftet nicht für die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Analysen und dazugehörigen Informationen. Sie empfiehlt keine Fonds und übernimmt keinerlei Beratungshaftung. Die Investment Analyse kann ein Beratungsgespräch mit dem Anlageberater nicht ersetzen. **Herausgeber** Scope Analysis GmbH Rosenthaler Straße 63-64 10119 Berlin