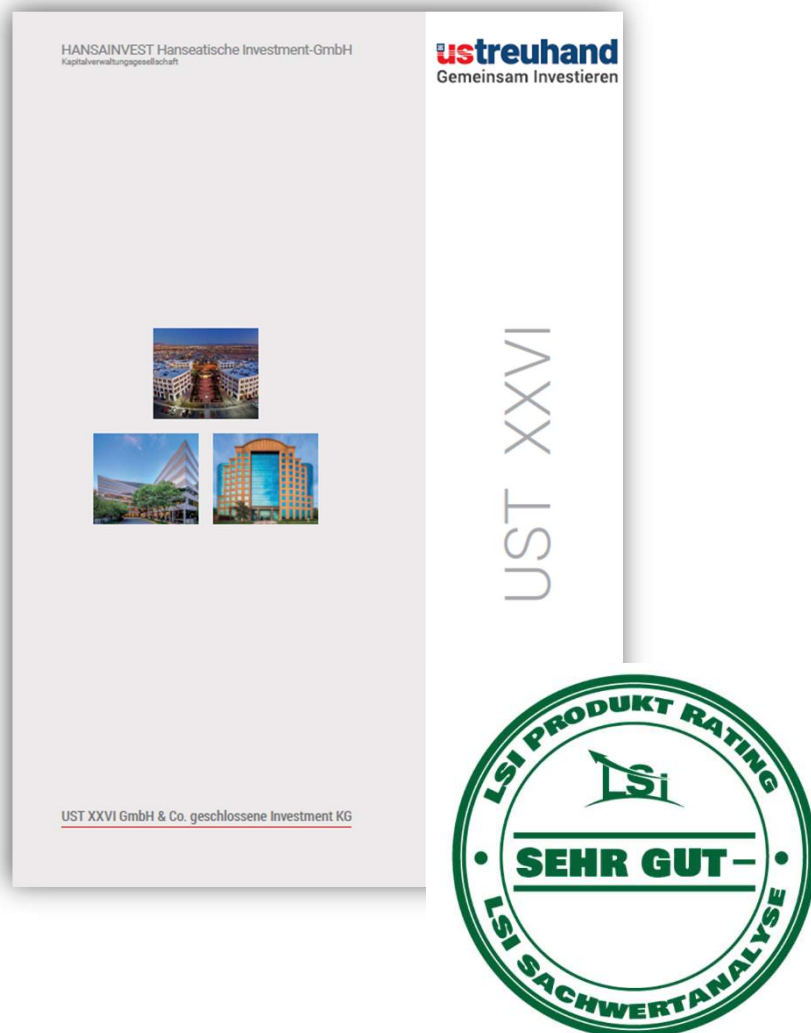




Produktanalyse

UST XXVI GmbH & Co. geschlossene Investment 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

Der Alternative Investmentfonds UST XXVI des seit zweieinhalb Jahrzehnten auf dem US-Immobilienmarkt aktiven Emissionshauses US Treuhand investiert über eine Portfolio- und Objektgesellschaft in eine nahezu vollvermietete und umfassende renovierte Class-A-Büroimmobilie in der Metropolregion Atlanta, Georgia.

Fondsübersicht

	Rahmendaten
Emittentin	UST XXVI GmbH & Co. geschlossene Investment KG
Emissionsphase	04/2024 - 03/2026 (maximal)
Regulierungsrahmen	Kapitalanlagegesetzbuch
Kapitalverwaltungsgesellschaft	HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH
Verwahrstelle	Rödl AIF Verwahrstelle GmbH Steuerberatungsgesellschaft
Investitionsvehikel	Alternativer Investmentfonds
Ausgestaltungsform	risikogemischt; nach Mieterstruktur
Investitionsobjekt	Class-A Büroimmobilie „Three Ravinia“
Nutzungsarten	Büro (Schwerpunkt), Lager
Standort der Immobilie	Metropolregion Atlanta, Georgia, USA
Mindestbeteiligungssumme	20 000 US-\$
Agio	5 %
Haftsumme	1 € pro gezeichneten 100 US-\$
Stimmrecht	pro 1000 US-\$ eine Stimme
geplante Fondslaufzeit	31.12.2034; Verlängerungsoption bis 31.12.2039
objektbezogenes Investitionsvolumen	179,8 Mio. US-\$
Einkaufsfaktor Objektebene/Fonds	10,1-fach / -fach
Investitionsquote Fondsebene	89,55 %
Investitionsquote + Liquiditätsreserve	90,2 %
Kommanditkapital ohne Agio	61 Mio. US-\$
Eigenkapital Initiator und Makler	21 Mio. US-\$
Eigenkapitalzwischenfinanzierung	Estein-Gruppe
Fremdkapital und Konditionen	112 Mio. US-\$ zu 4,46 % bis 01/2042
Fremdkapitalquote (Objektebene)	62,32 %
Ausschüttungshöhe	5,25 % p.a.
Ausschüttungsrhythmus	halbjährlich zum 30.06. und zum 30.11.
Schlussausschüttung	178 %
Gesamtausschüttung	223 %
Mehrerlösverteilung	30/70 UST zu Fonds, sobald 110 % + 6 % p.a. Erlöst wurden
Übertragungsmöglichkeit	zum 01.01. eines Jahres, mit Zustimmung des General Partners
steuerliche Behandlung	Doppelbesteuerungsabkommen / Progressionsvorbehalt
approximierte Gesamtkostenquote	1,17 % des Nettoinventarwertes

Management und Historie

Bereits seit 1978 ist der Firmengründer und Alleingesellschafter der US Treuhand, Herr Lothar Estein auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt aktiv. Durch die Gründung der Estein USA, Ltd. (Sitz: Orlando, Florida) konnte frühzeitig der eigene Marktzugang erschlossen, das Netzwerk mit renommierten US-Immobilienpartnern auf- und ausgebaut sowie die Objektbetreuungen im Rahmen der Eigenaktivitäten organisiert und sichergestellt werden.

Nach reichlichen Erfahrungsgewinnen wurde dann 1995 das Emissionshaus US Treuhand von Lothar Estein und zwei weiteren Partnern als Anbieter von US-Immobilienfonds für Privatanleger gegründet. Eine Besonderheit dabei war, dass sowohl die amerikanischen Partner als auch die Gesellschafter der US Treuhand und damit Lothar Estein persönlich an den einzelnen Immobilieninvestitionen signifikant beteiligt bleiben. Dieses partnerschaftliche Konzept unterstreicht die Qualität der Investitionen und wird bis heute praktiziert.

Mit 13 Mitarbeitern in München und zehn in Orlando, Florida, USA konnte ein schlankes, beständiges, äußerst schlagkräftiges und effizientes Immobilienteam aufgestellt werden, welches kompetent die einzelnen Immobilien- und Projektentwicklungsfonds begleitet. Jahrzehntelange Unternehmenszugehörigkeiten zeichnen den Mitarbeiterstamm aus. Um die Immobilienwertschöpfungskette vor Ort abbilden zu können, arbeitet man mit ausgewählten US-amerikanischen Immobilienunternehmen zusammen. Die US Treuhand hat insgesamt 21 Fonds sowohl in Bestandsimmobilien als auch im Projektentwicklungsbereich im Gesamtvolumen von über 4,8 Mrd. US-\$ aufgelegt. Im Bereich Bestand konnten bisher 13 Fonds mit einer durchschnittlichen Haltedauer von 6,6 Jahren und einem gewichteten Ergebnis von 10,6 % p.a. erfolgreich aufgelöst werden. Pandemiebedingt erlitten die Anleger nur in einem Projektentwicklungsfonds Verluste.

Die US Treuhand zeichnet sich durch eine besonders aktive Fondsbewirtschaftung aus, insbesondere wenn Fonds in Schwierigkeiten geraten. So geschehen im Frühjahr 2009, mitten in der US-Immobilien- und Finanzkrise, als der UST XVI Victory Park, Ltd. vor dem Scheitern stand. Hintergrund war ein massiver Preisverfall bei Eigentumswohnungen, in die auch der UST XVI über eine Projektentwicklung investiert hatte. Um den Fonds zu retten hat Lothar Estein damals 20 Mio. US-\$ eigenes Geld in die Gesellschaft gesteckt. Nach harten Strukturierungen gelang es im Zeitablauf den Fonds zu einem guten Ende zu führen. Statt eines Verlustes von mehr als 120 Mio. US-\$ konnte ein Gewinn von mehr als 200 Mio. US-\$ erzielt werden. Auch bei den Beteiligungen UST XVII Preferred Equity, UST XVIII Investors und UST XIX 208 S. LaSalle gab es Probleme mit den US-amerikanischen Partnern, die abermals durch das beherrzte Eingreifen von Lothar Estein gelöst werden konnten, weswegen es sich nach Meinung von LSI um einer der vorbildlichsten vManager am Sachwertmarkt handelt. Seinem Anspruch, das Geld der Anleger unbedingt erhalten zu wollen, wird er, bis auf eine pandemiebedingte Ausnahme, seit Jahren gerecht.

Ressourceneinsatz für problembehaftete Assets haben weiterhin Vorrang vor Beteiligungsemissionen um jeden Preis. Dies ist nach Ansicht von LSI ein Qualitätsmerkmal dieses Anbieters. Die Integrität und Anlegerorientierung des Emissionshauses können auch daran abgelesen werden, dass die US Treuhand bislang noch keine einzige Klage eines Anlegers zu verzeichnen hatte. Seit 2018 hat der Anbieter den Emissionspfad wieder verstärkt aufgenommen.

Die US Treuhand zeichnet sich durch ein beständiges, hoch engagiertes und krisenerprobtes Team aus. Der Marktzugang und die Kompetenz auf dem US-Immobilienmarkt wurden mehrfach eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Außergewöhnlich ist eine signifikante Eigenbeteiligung des Managements bei allen Fonds.

Anlagestrategie und Zielmarkt

Die Anlagestrategie der hier vorliegenden Investmentgesellschaft sieht die Investition in Portfoliogesellschaften vor, die wiederum in Objektgesellschaften investieren und Investitionen in Gewerbeimmobilien vornehmen. Bei dieser mittelbaren Beteiligungsform handelt es sich um eine bei der US Treuhand über Jahrzehnte mehrfach bewährte Beteiligungsstruktur, die insbesondere den nordamerikanischen Gegebenheiten gerade im Bezug auf die finanzierenden Banken und steuerlicher Aspekte Rechnung trägt. Rein rechtlich kann der AIF bis zu 40 % in Wohnimmobilien investieren, wobei dieser Aspekt eher theoretischer Natur ist, ist die US Treuhand doch seit Jahrzehnten auf Gewerbeimmobilien spezialisiert. Im Schwerpunkt soll in Metropolregionen, definiert als Metropolitan Statistical Areas (MSA), mit einer Mindesteinwohnerzahl von einer Million Einwohner im Südosten der USA investiert werden. Größentechnisch sollen zu 75 % Objekte mit Verkehrswerten ab 25 Millionen US-\$ angebunden werden.

Zielinvestitionsmarkt sind die Vereinigten Staaten von Amerika, der größten Volkswirtschaft der Welt, die auch mit Abstand den größten und transparentesten Immobilienmarkt weltweit beherbergt. Die positiven makroökonomischen Daten, insbesondere das Wirtschaftswachstum wie auch die globale Vorreiterrolle amerikanischer Technologiefirmen locken viele ausländische Investoren und Arbeitskräfte in das Land der unbegrenzten Möglichkeiten. Aber auch die Kleinunternehmen, die das Rückgrat der amerikanischen Wirtschaft darstellen, blicken langfristig optimistisch in die Zukunft. Eine wirtschaftsfreundliche Politik wird sowohl von Seiten der Demokraten als auch den Republikanern regelmäßig verfolgt, wobei amerikanische Wirtschaftsinteressen auch weltweit durchgesetzt werden.

Auch die demographische Entwicklung spricht für das Land. Laut den Vereinten Nationen soll die Einwohnerzahl von aktuell 328 Millionen auf 355 Millionen im Jahr 2030 steigen und damit auch den Immobilienmärkten nachfragebedingt weiter Auftrieb geben, da dieser der Wirtschafts- und Bevölkerungsentwicklung folgen.

Zum Zeitpunkt der Analyse hat der AIF bereits ein konkretes Investitionsobjekt in der Metropolregion Atlanta, Georgia identifiziert. Es handelt es sich hierbei um die neuntgrößte Metropolregion der USA mit insgesamt rund sieben Millionen Einwohnern. In den kommenden fünf Jahren wird ein weiterer Bevölkerungszuwachs von ca. 330.000 Einwohner erwartet. Bis zum Jahr 2040 soll die Bevölkerung auf über acht Millionen ansteigen und damit das drittstärkste Bevölkerungswachstum in den USA aufweisen. Zurückzuführen lässt sich dies auf eine diversifizierte Wirtschaftsstruktur, ein gutes Arbeitsplatzangebot sowie niedrige Lebenshaltungskosten (ACCRA Cost of Living Index 2021 für Atlanta: 105; Washington: 159; San Francisco: 194; New York: 255). Atlanta weist das zweiniedrigste Kostenniveau von zehn untersuchten Metropolregionen auf, was ein wichtiges Standort- und Zuzugskriterium ist. Weiterhin prägend ist eine wirtschaftsfreundliche Politik sowie eine bedeutende Start-Up-Szene. Abseits des Silicon Valleys hat Atlanta die zweithöchste Anzahl an Tech-Jobs in den USA geschaffen. Von den börsennotierten Unternehmen sind insgesamt 17 Firmen aus der Metropolregion Atlanta in der Fortune-500 Liste, einem Verzeichnis der größten und wirtschaftsstärksten Firmen der USA, vertreten. Dies alles hat positive Ausstrahlungseffekte auf die Nachfrage nach modernen Büroflächen. Des Weiteren haben in den letzten Jahren viele namhafte Unternehmen ihren Hauptsitz, den regionalen Hauptsitz oder ihr Technologiezentrum hierhin verlegt. Dies hängt auch damit zusammen, dass Atlanta ein sehr gutes Bildungsangebot und eine

überdurchschnittlich gut ausgebildete Bevölkerungsstruktur aufweist, die für Firmenansiedlungen einen Schlüsselfaktor darstellt. Über 36 % der Bevölkerung haben einen Bachelorabschluss oder höher. Der Arbeitsmarkt der Metropolregion befindet sich damit in einem äußerst vorteilhaften Wechselwirkungsspiel. Denn das gut qualifizierte Fachkräfteangebot lockt weitere Unternehmen an, die wiederum den Zuzug von weiteren Fachkräften mit guten Verdienstmöglichkeiten begünstigen. In den letzten Jahren wurden jährlich zwischen 50-55.000 neue Jobs geschaffen. Und eine geringe Bundeseinzelstaatensteuer begünstigt gleichermaßen Unternehmen und Privatpersonen. Basierend auf diesen Fundamentaldaten ist der portraitierte Wachstumspfad der Metropolregion Atlanta als belastbar anzusehen.

Atlanta ist bei ausländischen Investoren ein beliebter Investitionsstandort, weswegen die Marktliquidität unter normalen Marktbedingungen als hoch einzustufen ist. Die Metropolregion befindet sich regelmäßig unter den TOP 10 aller Transaktionsmärkte und vereint für den gewerblichen Immobilienbereich regelmäßig zahlreiche Spitzenrankings auf sich.

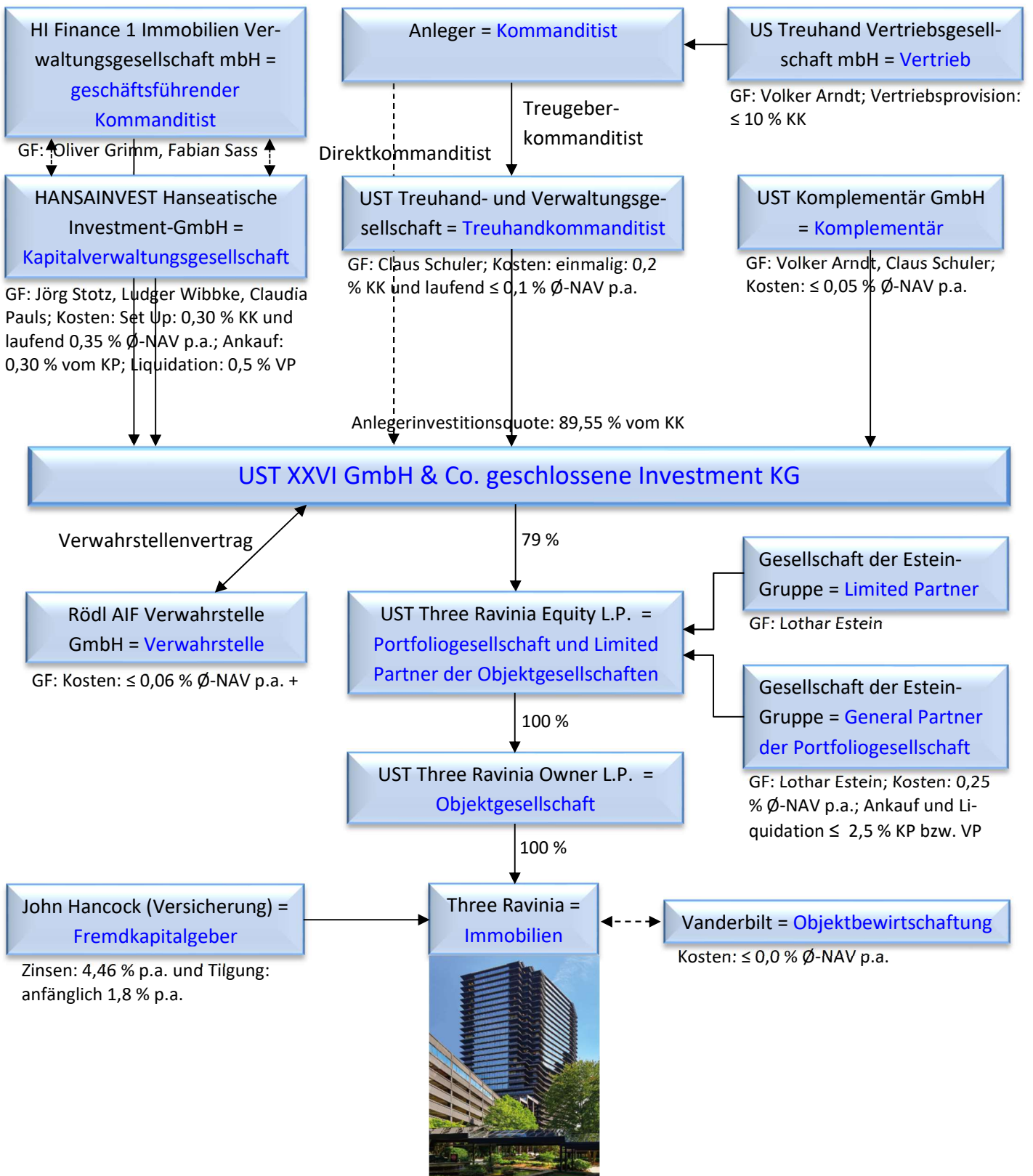
Auf der anderen Seite darf aber nicht übersehen werden, dass der Büroimmobilienmarkt landesweit, aber auch in Atlanta, mit Herausforderungen zu kämpfen hat. In den vergangenen Jahren ist der Büroflächenleerstand kontinuierlich angestiegen. Die Büroleerstand betrug Ende 2019 noch rund 12 % und hat sich seitdem immer weiter nach oben geschraubt. Die Corona-Pandemie und hybride Arbeitsmodelle haben den Büroimmobilienmarkt neu kalibriert. So betrug die Gesamtleerstandsquote aller US-Bürogebäude im zweiten Quartal 2023 18,2 % und bewegt sich damit auf einem 30-Jahres-Höchststand. Es wird erwartet, dass der Büroleerstand noch bis 2024 auf 22 % zunehmen und 2025 abflachen wird, bevor er 2026 wieder zu sinken beginnt. Für Atlanta ergeben sich ähnliche Zahlen. Allerdings muss genau differenziert werden, wie sich diese Zahlen

zusammensetzen. Denn gemäß einer Studie des Immobilienberatungsunternehmens CBRE waren zwei Drittel aller Büroimmobilien im Jahr 2023 zu mehr als 90 % vermietet. Weiterhin ergibt sich aus der Studie, dass lediglich 10 % aller US-Bürogebäude für 80 % des Leerstandes verantwortlich sind, die den Wettbewerbsanforderungen nicht mehr gewachsen sind. Über die Auslastung einer Immobilie entscheiden neben der Lage vor allem die Gebäudequalität, die Gebäudeausstattung, Annehmlichkeiten, das Gebäudemanagement wie auch die infrastrukturelle Einbettung. Seit Jahren ist eine Flucht in Qualität zu beobachten, weswegen verstärkt Class-A Bürogebäude nachgefragt werden. Die Leerstandsrate bei Class-A-Büroimmobilien liegt bei 18,7 % und ist meist auf unvorteilhafte Lagen, eine schlechte Infrastruktur bzw. zu wenige Annehmlichkeiten für die Nutzer zurückzuführen.

Atlantas Büroimmobilienmarkt ist mit 300 Mio. sqft ein relativ großer Subimmobilienmarkt. Die Angebotsmieten für neu errichtete Büroimmobilien haben im zweiten Quartal 2021 erstmals die psychologisch wichtige Marke von 30 US-\$/sqft durchbrochen. Auf Grund gestiegener Baupreise liegt der notwendige Mietpreis zur Kostenamortisation von Büroneubauten aktuell bei bis zu 42 US-\$/sqft und die Wiederherstellungskosten von Büroimmobilien der Kategorie Class A bei rund 500 US-\$/sqft, mit weiter steigender Tendenz auf Grund des inflationären Umfelds. Gut positionierte Büroimmobilien, üblicherweise in den Vortorten Atlantas gelegen, die Arbeitnehmern eine Reihe von Annehmlichkeiten bieten können, werden weiter im Mietpreis steigen und geringe Leerstände zu verzeichnen haben.

[Auf Grund der wirtschaftlichen Stärke, der moderaten Lebenshaltungskosten, der geringen Steuersätze, des guten Bildungsangebotes, des Bevölkerungswachstums- und -zuzugs und damit des Arbeitsplatzbedarfes ist die Metropolregion Atlanta ein geeigneter \(Büro-\) Immobilienstandort zur Umsetzung der Anlagestrategie.](#)

Organigramm, personelle Verflechtungen, Kostenbelastungen



Σ laufende Vergütung [KVG, Komplementär, Treuhänder, Verwahrstelle; alle Ebenen] ≤ 1,17 % Ø-NAV

Erläuterungen: KK = Kommanditkapital, FK = Fremdkapital, GF = Geschäftsführer, NAV = Nettoinventarwert, KP = Kaufpreis, VP = Verkaufspreis, ≤ = bis zu (-Klausel), Set Up = Einrichtungsgebühren

Quellen: Diagramm: eigene vereinfachte Darstellung; Bildquelle: US Treuhand

Konkrete Investitionsausgestaltung

Auch wenn der Fonds formal als Blindpool-Konzept mit Investitionsschwerpunkt im Südosten der USA aufgelegt worden ist, konnte der Fonds gleich zu Beginn des Vertriebes eine Class A-Büroimmobilie in der Metropolregion Atlanta anbinden. Hierbei wurde wieder einmal ein antizyklisches Investitionsfenster seitens des Firmengründers Herrn Lothar Estein ausgenutzt. Ausgelöst durch den starken Zinsanstieg ab Mitte 2022, der sowohl die Fremdfinanzierungszinsen stark verteuert als auch die Diskontierungszinssätze nach oben getrieben hat, hat diese Gemengelage einige Marktteilnehmer überfordert. Die Folgen waren erschwerter Zugang zu Kapital und sinkende Immobilienverkehrswerte. Der Transaktionsmarkt ist infolgedessen sehr stark eingebrochen; eine Kapitalbeschaffung durch Immobilienverkäufe kaum möglich gewesen. Zusätzliche Verunsicherung erfuhren Immobilieneigentümer, wenn auch nicht ganz so heftig wie in Europa, durch eine intensive Dekarbonisierungs- und Gebäudeenergieeffizienzdebatte. Auch dies führte bei etlichen Liegenschaften zu zusätzlichen Abwertungen und einem generellen Transaktionsstillstand.

Die US Treuhand behielt in einer unübersichtlichen Marktphase eine rationale Betrachtungsweise bei und fokussierte sich auf Ankaufsoportunitäten von hochwertigen, modernen, flexiblen und energieeffizienten Class-A-Büroimmobilien in wirtschaftsstarken Regionen mit sehr gutem infrastrukturellen Ausprägungsgrad. Diesbezüglich konnte sie im Oktober 2023 das Objekt „Three Ravinia“ in der Metropolregion Atlanta, Georgia zum 9,9-fachen der Jahresnettokaltmiete (**Ankaufsrendite** 10,1 % bzw. gehebelt 16,26 %) erwerben, was vor einiger Zeit noch undenkbar gewesen wäre. Vergleichbare Objekte riefen bis 2022 Multiplikatoren zwischen dem 17- bis 20-fachen auf. Die wirtschaftlichen Rahmendaten sind derart überzeugend, dass Herr Estein, der das Objekt vorfinanziert und übernommen hat und

zusammen mit dem Immobilienmanager- und -investor Vanderbilt mit 21 % an dem Objekt beteiligt bleibt. Damit wird eine sehr hohe **Interessengleichheit** zwischen den Anlegern und dem Emissionshaus hergestellt, was in dieser Größenordnung im Marktvergleich sehr ungewöhnlich ist. Die Portfoliogesellschaft und damit der Fonds werden die restlichen 79 % halten und Anlegern als Beteiligung anbieten.

Abgekauft wurde das Bürogebäude von einem der größten amerikanischen Alternativen Investmentmanager und Private Equity Investor, der „Three Ravinia“ seinerzeit im Rahmen eines Portfolioankaufes erworben hatte. Da dieses Portfolio zu 98 % aus Wohnimmobilien bestand und in einen offenen REIT überführt wurden, bestand für die 2 % darin enthaltenen Gewerbeobjekte eine Verwertungsabsicht, da diese nicht zu der wohnwirtschaftlichen Anlagestrategie passten. Hinzu kamen Rückgabebevis in 2023 von institutionellen Investoren, so dass das Management des REIT zeitnah Liquidität benötigte. Der Firmengründer der US Treuhand, der parallel mit einer Versicherung zur Übernahme und Weiterführung des ausge-reichten Darlehens verhandelte, konnte eine zügige Transaktionsabwicklung darstellen und sich somit vorteilhafte Konditionen sichern. Neben dem günstigen Erwerbspreis konnte so auch die **Fremdfinanzierung** in Höhe von 112 Mio. US-\$ zu 4,46 % p.a. bis zum Jahr 2042 übernommen werden. Zinsänderungs- oder Prolongationsrisiken trägt der Fonds damit nicht. Und durch die starke Tilgungsleistung wird auch der Fremdkapitalanteil jährlich gesenkt und wird sich im Jahr 2033 auf nur noch 87 Mio. US-\$ oder 3,9 Jahresnettoergebnis (ursprünglich: 6,3) belaufen.

Die Immobilien befindet sich im Norden der **Metropolregion (MSA) Atlanta-Sandy Springs-Rosewell** im drittgrößten Teilmarkt „Central Perimeter“ im Bezirk „DeKalb“ in unmittelbarer Nähe zur Interstate 285 und zum Highway

Georgia 400. Hierbei handelt es sich um eine zentrale Hauptverkehrsachse in Nord-Süd-Richtung. Die Innenstadt als auch der Flughafen von Atlanta sind damit gut erreichbar. Einhalb Kilometer vom Objekt entfernt befindet sich die S-Bahn-Station (MARTA) „Dunwoody Station“ mit Busanbindung in das Quartier des Objektes. Für amerikanische Verhältnisse nicht unbedingt eine Selbstverständlichkeit. Die unmittelbare Umgebung ist von einer der größten und frequentiertesten Shopping Mall der Metropolregion, der „Perimeter Mall“, weiteren kleineren Einkaufsmöglichkeiten und Restaurants geprägt. In wohntechnischer Hinsicht handelt es sich um einen sehr begehrten Teilmarkt. Dies erklärt dann auch das hohe Bevölkerungswachstum von 12,6 % im Zeitraum 2010 zu 2020, was eines der höchsten in der Metropolregion war. Dieses multifunktionale und lebendige **Umfeld** ist auch bei Mietern bzw. Nutzern von Büroimmobilien ausdrücklich erwünscht. Hierfür hat sich der Begriff des „Live-Work-Shop“-Submarktes herausgebildet, der statistisch gesehen höhere Mietabsorptionsraten aufweist als andere Teilmärkte. Trotz dieser positiven Aspekte weist der Teilmarkt „Central Perimeter“ immer noch die vierthöchste Leerstandsrate aller Counties innerhalb der Metropolregion auf.

Das Objekt weist ein **LEED Gold Zertifizierung** sowie ein Energy Star Rating auf. Es handelt sich somit um eine sehr energieeffiziente, nachhaltige Liegenschaft, die bei Mietern hoch im Kurs steht. Des Weiteren wurden seit 2015 über 21,7 Mio. US-\$ seitens des früheren Eigentümers in das Gebäude investiert. Neben der **Modernisierung** der Cafeteria, der Lobby, der Aufzugsanlagen, des Fitnessstudios und der Konferenzräume wurde eine kleine Supermarketecke eingerichtet. Insbesondere die neugestaltete Lobby mit ihrer vertikalen Wandbegrünung und den gepflanzten Jungbäumen dienen anderen Gebäudebesitzern als Vorbild. Des Weiteren wartet die Liegenschaft mit einer großzügigen und neu gestalteten

Außenterrasse auf. Insgesamt besticht das 32-geschossige Gebäude aus dem Jahr 1991 durch attraktive Mietflächen im Umfang von 75.600 qm, sehr guten **Ausstattungsmerkmalen** und einer weitläufigen Parkumgebung, so dass den Anforderungen der Millennial-Generation nach hochwertigen Büroarbeitsplätzen und einer hoher Aufenthaltsqualität Rechnung getragen wird. Im Jahr 2017 wurde direkt neben dem Büroturm ein weiteres Parkhaus mit drei Parkdecks, das Stellplätze für rund 500 Fahrzeuge bietet, errichtet und die Gesamtkapazität auf 2759 Parkplätze erhöht. Auf der Nordseite bestand bereits ein neunstöckiges Parkhaus. Somit wird auch der amerikanischen Individualverkehrspräferenz gebührend Rechnung getragen.

Die Immobilie ist zum Zeitpunkt der Analyse zu 92,7 % vermietet, was nahezu einer technischen **Vollvermietung** entspricht. Die drei größten Mieter haben einen Anteil von 81,6 % an der Mietfläche. Hauptmieter sind die IHG Inter-Continental Hotels Group, Betreiber der fünfgrößten Hotelkette der Welt, und Hapag Lloyd, der siebtgrößte Containerschiffahrtbetreiber, die beide in dem Gebäude ihren US-Hauptsitz unterhalten. Der drittgrößte Mieter, FinQuery, ein Softwareentwickler und cloud-basierter Softwareanbieter, kommt nur noch auf einen Mietanteil von 6,7 % an der Gesamtfläche, so dass eine Mieterabhängigkeit besteht. Während das Rating für IHG gerade noch im Investmentgrade Bereich liegt, befindet sich das Rating der Hapag Lloyd bereits im Non-Investmentgrade Bereich, was eine schwächere Bonität und höhere Ausfallwahrscheinlichkeit impliziert. Sämtliche Mietverträge sind mit jährlichen Steigerungsraten zwischen 1,75 % bis 4 % versehen. Die aktuellen **Mietpreise** befinden sich rund 25 % unter dem Marktniveau. Dies impliziert auf der einen Seite ein gutes Steigerungspotenzial. Zum anderen besteht die Wahrscheinlichkeit eine (vorzeitigen) Anschlussvermietung ob des konkurrenzfähigen Mietpreises, gleichwohl dennoch mit höheren

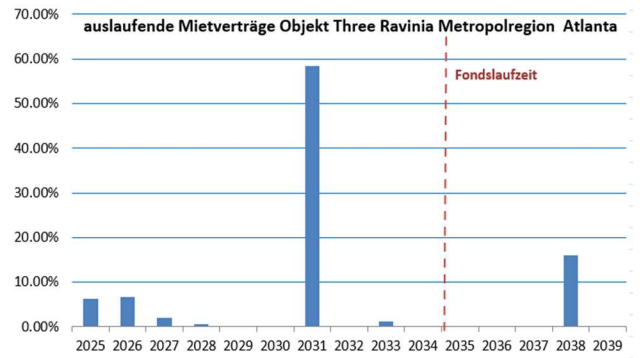
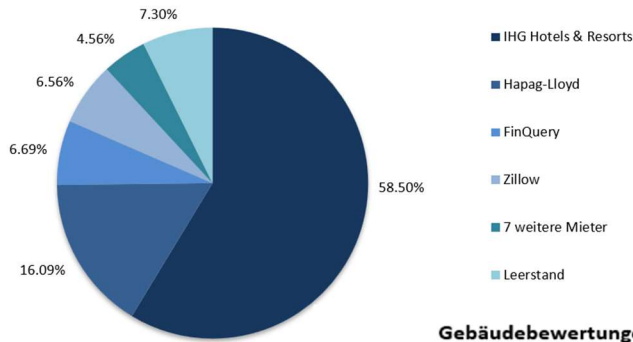
Mietzugeständnissen gerechnet werden muss. Nach Bewirtschaftungskosten verbleiben rund 21 US-\$ pro sqft als Reinertrag. Das **Nettobetriebsergebnis** beläuft sich damit für das Jahr 2024 auf 17,7 Mio. US-\$ und soll bis zum Jahr 2033 auf 22,1 Mio. US-\$ ansteigen. In einer Konkurrenzanalyse des Bewerter sticht „Three Ravinia“ mit einem der besten Werte in Bezug auf Nettobetriebsergebnis zu Kaufpreis pro sqft hervor.

In der unmittelbaren Umgebung gibt es weitere acht Class-A-Büroimmobilien, wobei bis auf zwei Gebäude die Ausstattungsmerkmale ähnlich sind wie beim anvisierten Fondsobjekt. Die **Konkurrenzobjekte** weisen Leerstandsraten von 16 % bis 54 % auf und rufen Mietpreise von 30 bis 36 US-\$ pro sqft auf. Im Durchschnitt werden im relevanten Teilmarkt 30,43 US-\$ pro sqft verlangt. Die Bewerter sehen die faire Marktmiete des Fondsobjektes bei 35 US-\$ pro sqft. Aktuell sind die Flächen im Gebäude im Durchschnitt zu 26,61 US-\$ pro sqft vermietet und damit deutlich unter Marktwert angesiedelt. Das Fondsobjekt muss sich fortwährend gegen starke Konkurrenz durchsetzen und marktgängig gehalten werden, was das Management der US Treuhand in der Cash-Flow-Planung gebührend berücksichtigt. Der günstige Mietpreis verhilft dem Mietobjekt zu einer guten Ausgangslage und bietet die realistische Aussicht auf Mehrerlöse alleine durch die Angleichung an die Marktmiete. Chancen erwachsen für das Fondsobjekt in der Hinsicht, wie das Management der anderen Gebäude Investitionsmaßnahmen unterlässt oder nicht ausreichend durchführt. Und ebenso aus der Tatsache, dass die **Fertigstellungszahlen** von Büroneubauten auf Grund der adversen Marktgegebenheiten seit Anfang 2022 stark eingebrochen sind. Stabilisiert sich bzw. wächst die Nachfrage nach modernen Büroflächen zukünftig wieder, trifft dieses auf ein reduziertes Angebot und steigende Mietpreise. In der Vorausschau soll somit die negative **Büroflächenabsorptionsleistung** ab dem Jahr 2028 beseitigt werden.

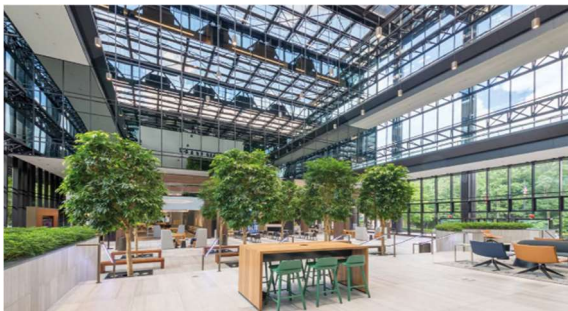
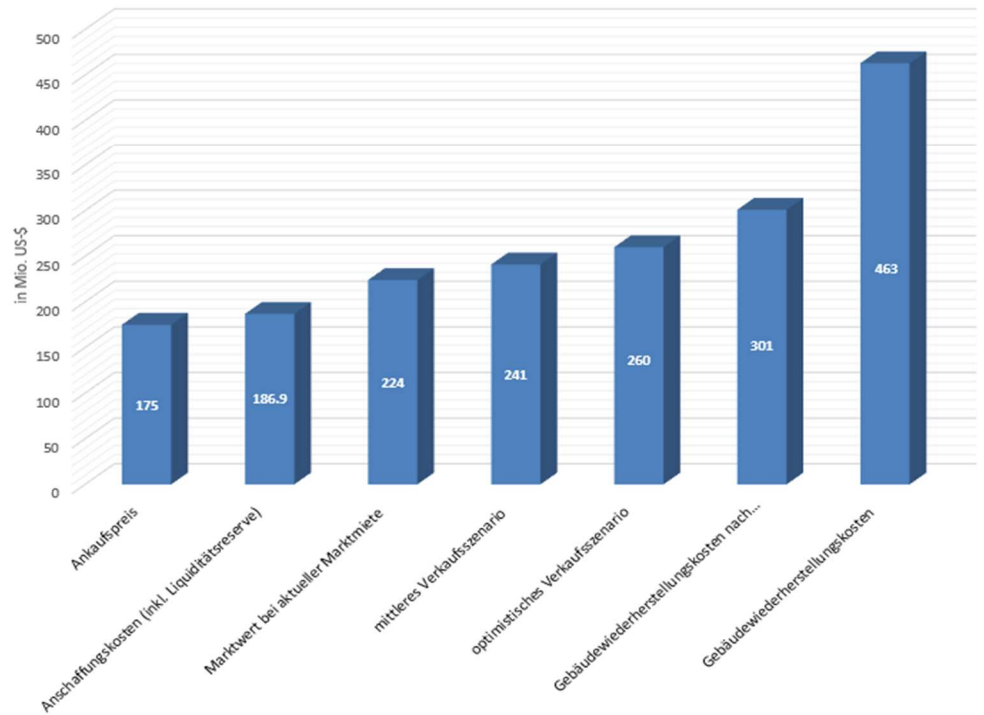
Über die geplante Fondslaufzeit werden **Rückstellungen** für Modernisierungen und Instandhaltungen als auch für spätere Mieterzugeständnisse wie Ausbaurückstellungen in Höhe von rund 68,2 Mio. US-\$ gebildet. Sie übersteigen damit die an Anlegern vorzunehmenden Gesamtausschüttungen, die sich auf lediglich 29 % der kalkulierten Gesamteinnahmen belaufen. Der Fonds wird ein beträchtliches Liquiditätspolster aufbauen, um die Immobilie immer wieder wettbewerbsfähig am Markt zu (re-) positionieren. LSI wurde ein **Bewertungsgutachten** eines namhaften Immobiliendienstleistungsunternehmens und Bewerter vorgelegt. Darin wird neben der guten Wettbewerbsfähigkeit ebenfalls die Angemessenheit des Kaufpreises in Höhe von 175,5 Mio. US-\$ bestätigt. Allerdings sehen die Bewerter den Teilmarkt Central Perimeter nicht unkritisch, da durch den Wegzug eines großen Unternehmens die Leerstandsflächen signifikant angestiegen sind, die für bestehende Mieter eine günstige Ausweichalternative darstellen. Der starke Anstieg von Homeoffice und die stark gestiegenen Zinsen verorten die Bewerter als generelles Büroimmobilienmarktrisiko. Für die kommenden Jahre erwarten sie einen leichten Mietpreiserückgang wie auch einen Anstieg der Leerstände.

Die Kalkulation sieht einen **Verkauf** zum 11,1-fachen (Ankaufsrendite 9 %) der Jahresnettokaltmiete des Jahres 2034 vor, oder absolut zu 241 Mio. US-\$, was sodann einen Gesamtmittelrückfluss von über 12 % p.a. bedeuten würde. Für den Verkauf werden lediglich die Ankaufskosten und die geplanten Investitionen in das Objekt über die geplante Laufzeit angesetzt, nicht aber etwaige (erneute) Multiplikatoren ausweitungen. Zum Vergleich: auf Basis des Nettobetriebsergebnisses 2015 wurde das Gebäude im Jahr 2016 bei einem Vermietungsstand von 98 %, einer durchschnittlichen Restmietvertragslaufzeit von knapp 10 Jahren und Mieteinnahmen von rund 15 Mio. US-\$ seinerzeit zu 210,1 Mio. US-\$ verkauft.

Flächenbelegung nach Mieteinnahmen (Objekt Three Ravinia, Metropolregion Atlanta)



Gebäudebewertungen / Wertbetrachtung Objekt Three Ravinia, Atlanta



Quelle: US Treuhand; Diagramme: eigene Darstellung; Datenlieferant: US Treuhand; Bilder: US Treuhand

Gesellschaftsvertrag

Regelungen (Auszug)	Ausgestaltung
§ 3 Beginn der Gesellschaft, Dauer der Gesellschaft, Geschäftsjahr	Laufzeit der Gesellschaft bis 31.12.2034 befristet
§ 4 Gesellschafter, Kapitaleinlagen, Kapitalerhöhung	maximale Platzierung bis 31.03.2026 (3. Platzierungsabschnitt); Platzierungsgarantie
§ 6 Beitritt weiterer Anleger	anfänglich ausschließlich mittelbarer Beitritt über die Treuhandkommanditistin, später Umwandlung zum Direktkommanditist möglich (§ 9); Haftsumme: 1 € pro 100 US-\$ Pflichteinlage
§ 8 Haftung der Kommanditisten, Abschluss einer Nachschusspflicht	mit Einzahlung der Pflichteinlage erlischt die Haftung Dritten gegenüber; Haftungsaufhebung bei Unterschreitung der vereinbarten Haftsumme; Rückgewähr der Hafteinlage nur mit Zustimmung des Anlegers; Abfindungsanspruch (§ 26) gilt nicht als Rückzahlung der Hafteinlage; keine weiteren Zahlungsverpflichtungen, Kapitalerhöhungen oder Nachschusspflichten
§ 10 Geschäftsführung, Vertretung	Geschäftsführung durch geschäftsführende Kommanditistin ohne 181 BGB und § 112 HGB; Komplementärin ausgeschlossen
§ 13 Informationsrechte, Jahresbericht, Vertraulichkeit	Informationsrechte gemäß 166 HGB, Bucheinsichtsrechte in den Geschäftsräumen der Gesellschaft; Verschwiegenheitsverpflichtung
§ 14 Gesellschafterkonten	Kapitalkonto I (Einlagenkonto): Hafteinlage Kapitalkonto II (Rücklagenkonto): der über die Hafteinlage hinausgehender Pflichteinlagebetrag sowie der Ausgabeaufschlag Kapitalkonto III (Gewinn- und Verlustkonto): Verlusttatschriften und Gewinngutschriften Kapitalkonto IV (Entnahmekonto): Entnahmen/Ausschüttungen
§ 16 Ergebnisverwendung und Auszahlungen	Auszahlungszeitpunkte: 30.06. und 30.11.; Ausschüttungen in US-\$, Zahlungsavis von 45 Tagen für Ausschüttungen in €; keine Rückforderung von bereits erfolgten Ausschüttungen
§ 19 Gesellschafterbeschlüsse, Stimmrecht, Mehrheiten	pro 1000 US-\$ eine Stimme; grundsätzlich einfache Mehrheit; gesondert definierte Beschlussgegenstände wie Änderung des Gesellschaftsvertrages, Auflösung oder Verlängerung der Gesellschaft: 75 %iges Quorum; Änderung der Anlagebedingungen: mind. zwei Drittel des Zeichnungskapitals; Stimmenthaltung des Treuhandkommanditisten bei fehlender Weisung
§ 20 Schriftliches Umlaufverfahren, Gesellschafterversammlungen	Gesellschafterbeschlüsse werden grundsätzlich im schriftlichen Umlaufverfahren gefasst; Beschlusswirksamkeit: mindestens 30 % aller Stimmen, Zustimmung, Ablehnung und Stimmenthaltung gelten als Teilnahme; Einberufung einer außerordentlichen Gesellschafterversammlungen (aoG) durch Komplementärin oder 10 % des Kommanditkapitals
§ 23 Übertragung und Belastung von Kommanditanteilen	Übertragung mit schuldrechtlicher und dinglicher Wirkung zum Ablauf des 31.12. und Anzeige bis zum 30.11. eines jeden Jahres
§ 24 Kündigung	ordentliche Kündigung ist ausgeschlossen
§ 26 Abfindungsansprüche bei Ausscheiden, Kündigung und Ausschluss	Abfindungsanspruch nach dem Verkehrswert der Beteiligung, die sich nach dem Wert des Gesellschaftsvermögens richtet
§ 27 Liquidation der Gesellschaft	Laufzeit der Gesellschaft bis zum 31.12.2034; Laufzeitverlängerung mit einer Mehrheit von 75% bis längstens 31.12.2039
§ 29 Beteiligungsregister, Mitteilungspflicht, Datenschutz, Kommunikation	Treuhandkommanditistin führt ein Beteiligungsregister; elektronisches Postfach im Internetportal der Anbieterin
§ 31 Schlussbestimmung	Erfüllungsort und Gerichtsstand: Frankfurt am Main

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ◆ erfahrenes und kompetentes Emissionshaus mit langjährigem Leistungsnachweis ◆ äußerst engagierter und krisenerprobter Firmengründer bzw. Managementteam ◆ sehr hohe Assetmanagementkompetenz ◆ vollreguliertes Produkt ◆ Platzierungsgarantie ◆ konkrete Büroimmobilieninvestition zu günstigen Einkaufspreisen anvisiert ◆ wachstumsstarke Metropolregion(en) ◆ umfassend renovierte Class-A-Büroimmobilien mit LEED Gold Zertifizierung ◆ Objektmieten deutlich unter Marktniveau ◆ gute Verkehrsanbindung ◆ hoher Vermietungsstand ◆ detaillierte Mieterbeschreibung ◆ eingehende Makro- und Konkurrenzanalyse mit Mietvergleichen ◆ hohes Nettobetriebsergebnis ◆ jährlich fixierte Mietsteigerungen ◆ konservative Fondskonzeptionierung mit sehr hoher Rücklagenbildung ◆ keine Zwischengewinnrealisierung ◆ sehr langfristig fixiertes Fremdkapital ◆ gute Tilgungsleistung ◆ hohe Investitionsquote ◆ geringe laufende Kosten ◆ belastbares Ankaufsgutachten ◆ Kostendeckelung der Transaktionskosten bei Portfolio- und Objektgesellschaft ◆ hohe Eigen- und Ergebnisbeteiligung des Managements inklusive Hurdle Rate ◆ Sensitivitätsanalysen ◆ anlegerfreundlicher Gesellschaftsvertrag ◆ niedriges Quorum für außerordentliche Gesellschafterversammlung ◆ beteiligungsbezogenes Glossar 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ anvisiertes Objekt mit geringer Mieterbreite; Hauptmieter trägt 59 % zum Betriebsergebnis und zur Flächenbelegung bei ◆ teilweise geringe Mieterbonitäten ◆ Teilmarkt mit hohen Leerstandsdaten ◆ keine einheitlichen Mietsicherheiten ◆ kein Bodengutachten zwecks Kontamination ◆ geringer Eigenkapitalanteil ◆ vereinzelte Schlüsselpersonenrisiken ◆ Abgabe einer persönlichen Steuererklärung in den USA (nur Bundesebene) und in Deutschland
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ◆ weitere Standortaufwertung ◆ Gebäudeaufwertung auf Grund Angebotsverknappung durch gestiegene Baukosten ◆ Mehrerlöse durch höhere Vermietungsleistung, insbesondere Vollvermietung und Mietanpassungen an das Marktniveau ◆ steigendes Mietpreisniveau ◆ Mehrerlöse durch geringere Instandhaltungs- und Bewirtschaftungskosten ◆ Mehrerlöschancen bei Verkauf 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Immobilienmarktinterventionen ◆ Standortrisiken ◆ Anschlussvermietungsrisiken ◆ Verschlechterung Mieterbonitäten ◆ ungünstige Immobilienmarktentwicklung und Exit-Verschiebung ◆ Änderung des lokalen Konkurrenzumfeldes ◆ Währungsrisiken für den Anleger ◆ doppelte Rechtskreisrisiken ◆ Änderung der Besteuerungsgrundlage

LSI Analyseprozess

LSI Sachwertanalyse	
LSI-Vor-Ortbegehung	nein
LSI-Managementgespräche	ja
LSI-Analyse Objektpräsentation „Three Ravinia“	ja
LSI-Analyse Bewertungsgutachten	ja
LSI-Leistungsbilanzanalyse	ja
LSI-Research	ja

LSI Fazit

Die US Treuhand setzt ihre im Jahr 2018 begonnene Marktrückkehr mit substanzstarken Gewerbeimmobilienfonds an ausgewählten, wirtschaftsstarken Standorten überzeugend fort. Der partnerschaftliche Investitionsansatz mit einer nennenswerten Eigenbeteiligung des Firmengründers in Höhe von 21 % wird dieses Mal noch deutlich stärker akzentuiert.

Heftige Marktturbulenzen in Folge stark angestiegener Zinsen haben den Firmengründer der US Treuhand unbeeindruckt gelassen und wurden vielmehr als antizyklische Investitionsentscheidung verstanden. Die zügige und geräuschlose Ankaufabwicklung einer nahezu vollvermieteten Class-A-Büroimmobilie führten zu einem Einkaufsfaktor zum 9,9-fachen der Jahresmiete, welche ohne Zwischengewinnrealisierung an den Fonds weitergereicht wird. Einen derartigen Objektankauf in der prosperierende und wirtschaftlich breit aufgestellten Metropolregion Atlanta hat es seit Jahren nicht mehr gegeben. Der gewählte Teilmarkt im Norden ist ein etablierter Bürostandort mit guter infrastruktureller Einbettung. Auch der avisierte Verkaufsfaktor zum 11,1-fachen ist im Marktvergleich niedrig angesetzt und realistischerweise erzielbar. Das Objekt besitzt bei sorgsamer Verwaltung und regelmäßigen Investitionen ein deutliches Mehrertragspotenzial, zumal durch sinkende Neubaufertigstellungen das Angebot sinkt. Da der Löwenanteil der Mieterträge in Rücklagen für Instandhaltungen und Mieteranreize fließt, ist der Fonds auf zukünftige Eventualitäten gut vorbereitet. Nicht benötigte Rücklagen in Höhe von insgesamt 68,2 Mio. US-\$ werden den Anleger in Form von Sonderausschüttungen zufließen.

Auch wenn der US-Büroimmobilienmarkt ein stark umkämpfter Markt mit hoher Wettbewerbsintensität ist und die Büroleerstandsrate zuletzt die 20 %-Marke erreicht hat, ist es dennoch ein Marktsegment mit hohen Ertragschancen. Diese können allerdings nur mit qualitativ hochwertigen Immobilien mit hoher Ausstattungs- und Aufenthaltsqualität und guter infrastruktureller Einbettung gehoben werden. Mit dem Fondsobjekt „Three Ravinia“ sollte die Hebung des Marktpotenzials gelingen.

LSI Rating zur UST XXVI GmbH & Co. geschlossene Investment KG (06/2024): **sehr gut-**

LSI Rating als Bewertungswahrscheinlichkeit für den Eintritt des wirtschaftlichen Erfolges und des Rendite-Risiko-Profiles

> 95 %: sehr gut	74 % - 70 %: befriedigend +
94 % - 90 %: sehr gut -	69 % - 65 %: befriedigend
89 % - 85 %: gut +	64 % - 60 %: befriedigend -
84 % - 80 %: gut	59 % - 55 %: ausreichend +
79 % - 75 %: gut -	54 % - 50 %: ausreichend



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 notentechnischen Einkategorisierung handelt es sich lediglich um ein Werturteil von LSI Sachwertanalyse, dass, wie der Rest der Analyse, eine grundgesetzlich geschützte Meinung darstellt. 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-, Vermögens-, Steuer- oder Rechtsberatung dar, noch ersetzen sie eine solche. Eine Anlageentscheidung kann und darf auf Basis dieser Information daher nicht begründet werden. Eine Haftungsübernahme für den Eintritt der hier portraitierten wirtschaftlichen, gesellschafts- und steuerrechtlichen Ergebnisse wird ausdrücklich nicht übernommen. Maßgeblich für eine abschließende Entscheidung ist allein der genehmigte Verkaufsprospekt einschließlich sämtlicher Nachträge. Es wird keine Haftung für die Inhalte, welche sich aus den Emissionsprospekten bzw. Risiken, die sich aus dem Erwerb des jeweiligen Beteiligungskonzepts ergeben, übernommen. Ebenso 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. Die hier angegebenen Renditeprognosen sind keinesfalls garantiert; ein Einlagensicherungssystem ist nicht vorhanden. Ein Totalverlust inkl. Agio und weitere darüber hinaus zu leistende Beiträge sind nicht ausgeschlossen. Ausdrücklich ist vorliegend kein Angebot zur Abgabe einer Willenserklärung oder 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, verwendet, veröffentlicht, gespeichert oder in irgendeiner Form teilweise oder komplett weiterverbreitet werden. Vereinzelt Zitate aus der Analyse sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Darüber hinausgehende Nutzungen bedürfen der schriftlichen Genehmigung durch LSI Sachwertanalyse. Sämtliche Rechte bleiben vorbehalten.