

CHECK-Analyse-Anmerkungen und Fragen zu:

Boyd Simpsons (BS) Brief an die Anleger der Produkte der TSO Europe Thema: „COVID 19 Pandemie, US-Marktbedingungen und Auswirkungen auf Ihre TSO-Beteiligungen“

Atlanta, den 29.03.2020

Abseits der allgemeinen Ausführungen des TSO-Gesellschafters Boyd Simpson zur US-Coronapolitik sowie deren allgemeinen Auswirkungen, die nicht direkt die TSO-Fonds-Objekte betreffen, stecken in diesem Brief Hinweise, die aus unserer Sicht die deutschen TSO-Fonds- Anleger auf Verluste einstimmen sollen. Aus unserer Sicht wünschenswert wären konkretere Hinweise, auf welche quantitativen Risiken sich die deutschen Anleger vorsichtshalber einstellen sollten. Aus vergleichbaren US-Investments für deutsche Anleger, die Immobilien-Developments enthalten, nehmen wir deutlich konkretere Ansagen war. Daher unsere Fragen und Bedenken zu der vorliegenden Anlegerkommunikation.

Unser Fazit ist, dass die an den deutschen Fonds beteiligten TSO-Anleger mit einer flammenden Rhetorik und Durchstehparolen **IN IHRER WIRKUNG** von einem eigentlich entscheidenden Prüfkriterium abgehalten werden soll. Offenbar soll weiterhin von einer dringend erforderlichen und belastbaren Offenlegung sämtlicher operativer Kosten- und Geldflüsse abgelenkt werden (gemeint sind die Originaldokumente der Financial Statements der operativen Gesellschaften mit TSO-Beteiligungen!). Im Einzelnen greifen wir 16 Aussagen des Verfassers auf, prüfen deren Wahrheitsgehalt und kommentieren deren Tragweite:

- 1) „Die Nutzung der Einrichtungen durch die Mieter ist aufgrund der sozialen Distanzanforderungen der Regierungen und der Ausführung der eigenen Notfallpläne der Mieter hinsichtlich der Situation

geringer.“ *Im Klartext: Es ist möglicherweise mit Mietausfällen zu rechnen, weil „die Nutzung der Einrichtungen (im Klartext der Mietobjekte!) ... „geringer“ ist. Eine sehr verklausulierte Umschreibung für das Mietausfallrisiko.*

- 2) „Alle 120 Mitarbeiter unseres Unternehmens sind weiterhin einsatzbereit.“ *D.h. die Kosten laufen weiter. Mit Anlegergeld bezahlt? Wer kann das wissen/ausschließen?*
- 3) „Wir sind mit allen unseren Kreditgebern auf Objektebene im Gespräch über die Möglichkeit von Anpassungen zur Kostenreduzierung während der Krisenzeit.“ *Im Klartext: Das kann bedeuten, dass die Kreditgeber zusätzliche Sicherheiten verlangen vor dem Hintergrund, dass die Objektwerte zurzeit sinken! Schließlich sinkt auch der Cash Flow und, wie wir oben gelernt haben, „die Nutzung der Einrichtungen ist geringer“. Da die TSO-Objekte auf der Projektebene hoch finanziert sind, dürfte die Beleihungsgrenze vermutlich unterschritten sein (loan to Value-Grenze). Es könnte auch bedeuten, dass Zahlungen von Zins und Tilgung schon jetzt ein Problem geworden sind. Das bedeutet, dass die Einnahmeausfälle bereits ein kritisches Niveau erreicht haben könnten. Die ausgeprägte „Wir müssen zusammenstehen“-BS-Rhetorik trägt zur Verkleinerung der Wahrnehmung dieser Fakten bei. Statt konkreter Zahlen werden allgemeine Apelle im „Wir sitzen in einem Boot-Stil“ präsentiert.*
- 4) „und meiner persönlichen Garantieübernahme für einen Großteil unserer Verbindlichkeiten.“ *Im Klartext: wie groß ist dieser „Großteil“? Und von welcher Gesamtgröße sprechen wir? Von der Menge von einer ca. dreiviertel Milliarde USD, die deutsche Anleger bereitgestellt haben? Oder von einer Menge, die BS insgesamt mit US-Geschäftspartnern von vielleicht einer doppelt so hohen Summe finanziert hat? Leider auch wieder keine konkreten Zahlen. In einem AIF, d. h. einem nach deutschem Recht regulierten Fonds, wäre das unmöglich!!!*
- 5) „Alle unsere Bautätigkeiten werden ohne Unterbrechung fortgesetzt, auch wenn es aufgrund von Arbeitskräftemangel und Problemen in der Lieferkette zu einer gewissen Verlangsamung kommt.“ *Im Klartext: Atlantas Bürgermeister Keisha Lence Bottoms erließ*

eine Verfügung vom 23.März 2020, wonach ALLE NICHT ESSENTIELLEN AKTIVITÄTEN AUCH IM CONSTRUCTION/BAU-BEREICH dann einzustellen sind, wenn sie nicht für die Aufrechterhaltung notwendiger Infrastruktur erforderlich sind!

- *TSO-Baustelle März 2020: Wann wird, wie lange, wie viel gearbeitet?*
<https://www.coopercarry.com/projects/peachtree-dunwoody-pavilion/>
- *Trotz zahlreicher Ausnahmen gehen aber vor allem die privaten Auftraggeber dazu über, ihre Bauprojekte auf Eis zu legen („Most of the shutdowns that we're hearing about ... are coming because owners are halting and delaying their projects moreso than we're seeing government officials putting shelter-in-place orders that include construction, Associated General Contractors of America spokesperson Brian Turmail said.” - Read more at: https://www.bisnow.com/atlanta/news/construction-development/its-pretty-apocalyptic-construction-sites-shutting-down-even-as-most-cities-deem-them-essential-103598?utm_source=CopyShare&utm_medium=Browser).Fazit von Experten vor Ort: mit zahlreichen Stilllegungen und Materialengpässen ist zu rechnen! Atlanta-based Humphries & Co. was involved in 28 construction projects last week. That dropped to 19 by the time Monday rolled around, Humphries Managing Partner Scott Moore said. For a company like Humphries, which specializes in interior construction projects, a robust pipeline of work is critical for its financial health. As the work dries up, so does the revenue. “After this week, we’ll probably be down to 14 projects,” he said. “It’s pretty apocalyptic for us right now. We have several projects that have been shut down. We can’t work.” Construction companies’ critical questions are myriad: Will clients still have the capital to start new projects? Will they be able to source materials still from China, Italy or Spain? Will Main Street’s economy become so decimated that the commercial real estate industry crashes with the rest of the country?*
- 6) *“Peachtree Dunwoody Pavillion, Normandy Self Storage, Adams Drive Self Storage und die Gewerbebaukomplexe von Johns Creek und Alpharetta.” Diese Objekte sind zurzeit finanziert. Angeblich alle im Plan. Doch wie sieht die Realität aus? Wie steht es zum Beispiel um den Baufortschritt für den Peachtree Dunwoody Pavillion? Und welche Rückschläge müssen bei der Vermietung einkalkuliert werden. Ob dann der geplante Cash Flow in einer zurzeit ungewissen Recoveryphase diese Verluste*

wieder aufholt, wird von den Planern vergleichbarer Immobilienentwicklungen vor Ort bezweifelt: *“If the pandemic and the larger economic reaction to it — closed stores, furloughed workers, people unable to leave their homes for extended periods of time — continues past April, the impact on the construction industry could surpass hits the industry took in past recessions, AGC's Turmail said. “It's hard to think of any positives from a long, drawn-out pause in economic activity. I mean, we're already seeing so many owners private and public delaying projects,” he said. “If you thought the downturn in construction demand was abrupt, this has the potential to be more abrupt if this drags on.” (Quelle siehe Link, oben). Fazit: der überwiegende Teil der Projekte ist voraussichtlich schon jetzt verspätet!*

- 7) „Im ersten Quartal haben wir rund 100 Millionen Dollar an Gesamtveräußerungserlösen aus Immobilienverkäufen erzielt. Die größte Ausschüttung, die TSO jemals vorgenommen hat, ist für Ende April vorgesehen... .. *(doch diese Ausschüttung scheint unseren Quellen zufolge nicht erfolgt zu sein!)* Somit führen wir seit Januar 2020 Sonderausschüttungen in Höhe von über 30 Millionen Dollar durch.“

„Gesamtveräußerungserlöse“: Auf welche Objekte beziehen sich diese Erlöse? Wovon sollen 85 % prospektgemäß den Anlegern zukommen? Welche Rolle spielen die dem Vernehmen nach ca. USD 48 Mio., die TSO-US-Investoren abgekauft werden (müssen)? Nach Aussagen von TSO-Investoren soll für einen Vermietungsstand von 48 % USD 48 Mio. für Sterling Point bezahlt worden sein) Auskunftsgemäß sollen laut Gesellschafterversammlungen dieses Jahres USD 100 Mio. an deutsche Anleger ausgezahlt werden. Wann? Warum werden per Ende April nur ca. 30 % dieser Erlöse ausgezahlt? Wurden sie tatsächlich schon vereinnahmt? Bekräftigt wird:

- 8) „Wir gehen davon aus, dass wir auch weiterhin regelmäßige, vierteljährliche Ausschüttungen vornehmen werden, obwohl die Beträge je nach den Umständen auf der Ebene der einzelnen Objekte, der verfügbaren Cashflows aus dem Betrieb dieser und der Notwendigkeit, während dieser Zeit der Ungewissheit sorgfältige

Rücklagen zu bilden, variieren können.“ *Im Klartext:*

„sorgfältige Rücklagen“ werden voraussichtlich zulasten der Anleger gehen! „Sorgfältig“ verschleiern möglicherweise den Hintergrund, dass diese Rücklagen auf Kosten der Anleger gehen werden! Da hilft auch nicht, dass BS mit eigenem Geld ins Obligo geht. Wie hoch ist denn das Commitment, mit dem BS ins Risiko mitgeht? Wieviel „Skin in the game“ hat BS wirklich? Und warum soll das bedeuten, dass Anleger DESHALB weniger/kein Geld verlieren. Investoren, die wiederholt nach der Risikoverteilung zwischen BS und deutschen Investoren der TSO-Investments gefragt haben sollen, wurden - wie uns berichtet wurde - angeblich wiederholt mit dem Argument „überzeugt“, dass BS ja selbst USD Millionen als Sicherheit (für Fremdfinanzierungen) hinterlegt habe. Damit hatte sich die Antwort auf die Fragen nach mehr Transparenz in der Regel leider offenbar erschöpft. Im Klartext: Sollten kritische Anleger-/Vermittlerfragen mit dem Hinweis auf das eigene Risiko ausgehebelt werden? Zu rechnen ist möglicherweise außerdem damit, dass die BS-TSO-US-Partner, die ebenfalls in einigen Objekten zusammen mit deutschen Investoren hoch investiert waren/sind, ihr Geld in Frage stellen, zurückziehen, zurückfordern (Beispiel Sterling Point?), nicht aufstocken, teilweise abschreiben oder abwerten werden. Im Gegensatz zu diesen offenen Fragen, sind die Verhältnisse dank offenem Risikomanagement im regulierten AIF transparent (NIW-Ausweis, Jahresberichtspflicht, Gegenwertgutachten, Managementkontrolle), wie aktuelle Krisenkommunikationsbeispiele von bvt und Jamestown zeigen. Mit welchen Rechten und Pflichten sind die US-Investoren in den US-TSO-Objekten engagiert? Welcher US-Investor wird jetzt in Notlage geratenen Objekten nachschießen, wenn unklar ist, wie der Cash Flow in 3, 6, 10 Monaten aussehen wird?

- *Das Problem ist, dass niemals belastbar belegt wurde (die Financial Statements der Objektgesellschaften wurden nach unserer Kenntnis bisher nicht offen gelegt), in welchem Verhältnis die US-Investoren mit welchen Rechten z.B. im Rahmen der Kosten- und Gewinnquoten an den Projekten beteiligt waren und sind! Diese Transparenz haben wir schon seit Jahren gefordert. Um Interessenkonflikte zu vermeiden, hat CHECK darauf verzichtet, mit eigenen Anstrengungen ein AUDIT vor Ort durchzuführen, um die den deutschen Fonds zugehörigen Immobilienwerte und die tatsächlichen Kosten und Cash Flows vor Ort zu verifizieren. Diese Mammutaufgabe gehört in die Hände eines professionell und in der Sache kompetent aufgestellten US-WPs. CHECK würde ohne Bezahlung Fragen aus der Sicht der deutschen Anleger/Vermittler an den beauftragten WP liefern, die den WPs als*

Anhaltspunkt dienen, zumindest stichtagsbezogen Klarheit über dem tatsächlichen Wertstand der deutschen Fonds-Investitionen zu bekommen (vergleichbar NIW-Anteilswerte!!).

- 9) „Die geschätzten vierteljährlichen Ausschüttungen für das nächste Quartal werden wir Mitte April bekannt geben *(leider sind auch diese „Bekanntgaben“ bisher laut betroffenen Anlegern nicht erfolgt)*. Natürlich stünden alle Ausschüttungen den Anlegern in jedem Fall weiterhin als Vorzugsausschüttung zu. ...“ *Aber:* „Wir verfolgen einen systematischen Ansatz, um mit einer Reihe von Anfragen von Mietern nach krisenbedingten Mietanpassungen umzugehen.“ *Im Klartext: es gibt vermutlich schon eine Reihe von Anfragen zu Mietkürzungen! Damit „umgehen“ kann bedeuten, soweit die Miete nachzulassen, dass das Mietverhältnis gerettet werden kann. Nichts ist problematischer, als jetzt bonitätsstarke Mieter finden zu müssen!*
- 10) „... unsere Mieter aus dem Einzelhandel sind der Situation empfindlicher ausgesetzt *(Beispiel Vero Beach und Virginia?)*, als unsere Büro- und Industriemieter.“ *Wie viele sind das und wie hoch sind die Ausfälle? Keine Transparenz!*
- 11) „Wir erleben derzeit keine Verringerung der Cashflows bei unseren Selbstlagerzentren.“ *Wie hoch ist deren Anteil an den Fondsinvestitionen abzüglich Kosten? Also wie hoch ist die Nettoquote der Selbstlagerzentren?*
- 12) „Die Force Majeure-Klauseln unserer Mietverträge stellen sicher, dass die Zahlungspflicht zur Miete durch Ereignisse wie dieses nicht wegfällt.“ *Tatsache ist aber, dass die Force Majeure-Klausel nach unserem Verständnis genau das Gegenteil besagt: demnach werden die Mieter vor Kündigungen wegen Katastrophen-*

Ereignissen wie diesen m. E. geschützt, denn die Force Majeure-Klausel in den USA besagt:

- Force Majeure Clause in Construction Contract - A [force majeure clause](#) in construction contract will indicate that one party is excused from performing under the contract. The clause will identify that **an unforeseen event** occurring during the duration of the construction contract will excuse the party from performing. Such events cannot be controlled by either party, without any fault or negligence of the party that should be performing under the contract.
- 13) „Wir verfügen über Millionen von Dollar in Form von Mieterkautionen, die wir gegebenenfalls zum Ausgleich ausbleibender Zahlungen verwenden können.“ *Die Frage ist, ob das Angreifen dieser Mietkautionen rechtens ist? Und 2. Werden diese Mietkautionen wieder aufgebaut werden müssen oder den Mietern wird gekündigt? Das dürfte unter Coronaschutzbedingungen (siehe die Majeure Clause!), wenn überhaupt möglich, zu einem erheblichen Imageschaden führen. Und im Kündigungsfall: zu welchen Konditionen wird man jetzt Mieter finden? Auswirkungen auf den Cash Flow und damit die Auszahlungen der TSO-Anleger sind zu erwarten?! Uns liegen aktuelle Untersuchungen professioneller Research-Institute vor, wonach die Miet- und Kaufpreise um 10 % - 15 % gesunken sind.*
- 14) „Der flexible und gerechte Umgang mit unseren Mietern ist ein wesentlicher Bestandteil unseres Objektmanagements.“ *Eben. Das heißt, dass vor Kündigungen erst mal eine Mietreduktion erfolgt, schon um den Imageschaden abzuwenden, der JETZT durch eine Kündigungswelle ausgelöst werden würde!*
- 15) „Der Verkauf von Immobilien wird sich in der Krisenzeit aufgrund von Marktfaktoren deutlich verlangsamen (*Beispiel Rome und The Fountains?*).“ *Dieser Hinweis ist unseres Erachtens die entscheidende Einstimmung auf geringere/verspätete Erlöse. Einer aktuellen Angebots-Studie unter Immobilienverkäufern von Anfang April 2020 zufolge (NAR Flash Survey:*

Economic Pulse, vom 5.-6. April 2020) haben 16 % bekundet, dass sie ihre Preisforderungen um bis 5 % reduziert haben, 2 % berichteten, dass sie um mehr als 15 % reduziert haben (Panel: 5.855 Befragte). Knapp 90 % befinden sich auskunftsgemäß in einer Notlage („state of emergency“). 46 % der Vermieter berichteten über Mietreduktionsvereinbarungen (ein Drittel haben angeblich keine Probleme) mit den Mietern, 21 % berichteten, dass sie in Schwierigkeiten sind. Die Käufernachfrage sei um ca. 50 % zurückgegangen berichteten 45 % der Befragten. Ca. 2 Drittel erwarten bei den Käufern eine Preisreduktion. Die Range reicht von ca. 5 % bis mehr als 15 %. Ca. 60 % verschieben ihre Kaufentscheidung um mehrere Monate! Ca. 80 % der Verkäufer erwartet einen Rückgang des Angebots, davon 32 % um mehr als 10 % bis 30 %. Ca. 65 % der Anbieter haben ihr Angebot vom Markt zurückgezogen! Ca. 2 Drittel der befragten Eigentümer berichten von Verzögerungen bei der notariellen Abwicklung und dem Eigentumsübergang. 75 % verschieben ihre Verkaufsabsichten um mehrere Monate. Im Vermietungsgeschäft sehen die Befragten einen Rückgang bei den Vermietungen um 39 %.

(<https://www.nar.realtor/sites/default/files/documents/nar-flash-survey-economic-pulse-2020-04-09.pdf>)

- 16) „Diese Möglichkeiten bieten sich uns aufgrund unserer langen und erfolgreichen Leistungsbilanz in allen Wirtschaftslagen, was im Markt besonderes Vertrauen gebildet hat und uns Möglichkeiten bietet, die sich anderen Anbietern gerade in Krisenzeiten verwehren.“
Frage: welche Anbieter sollen das sein? Die Anbieter die wir kennen, sind regulierte Anbieter mit einem professionellen, regulierten und extern kontrollierten Risikomanagement. Es geht in der Regel um Investments mit solventen Mietern, einem verminderten Entwicklerrisiko, und immer um Gegenwertgutachten durch unabhängige Dritte, die eine Überzahlung beim Kaufpreis verhindern! Und es kann vor allem erst DANN gekauft werden, wenn die Anlagebedingungen erfüllt und durchführbar sind (die Anlageziele erreicht werden können)!!

Vermögensanlagen, die diese Transparenzpflichten nicht haben, könnten das Anlegergeld einem unverhältnismäßigen Risiko aussetzen. Ganz im Stil der Beschönigung von Risiken lautet das Zitat des TSO-Haus- und Hofanalysten Peter Kastell in seiner letzten Fonds-Media-TSO-Performancestudie 2020:

„Bei TSO-Fonds wird es auf lange Sicht ganz gewiss nicht langweilig“

Wie das vom Verfasser gemeint war (wir hören da einen zynischen, selbstgefälligen Unterton heraus), untersuchen wir in einer gesonderten Audit-Analyse. Es geht um den aktuellen FondsMedia TSO-„Performance-Check 2020“, den Herr Simpson in seinem Brief lobend hervorhebt.

Stephan Appel, Hamburg, den 07.05.2020

ENTWURF