

# CHECK-RESEARCH

## ANALYSE UND BEWERTUNG VON UNTERNEHMENS BETEILIGUNGEN

### AIF-Kostenprognosen auf dem Prüfstand - warum die Effizienz von Kosten wichtiger ist als deren Höhe!

#### Grundsätzliches über Kosten in AIF-Fonds

Ein grundlegendes Missverständnis über Kosten besteht in dem Irrglauben, dass geringe Kosten hohe Erträge garantieren. In unserer AIF-Vergleichsanalyse fanden wir heraus, dass nicht die Höhe der Kosten, sondern deren Beitrag zum Ertrag über deren „Berechtigung“ entscheidet, kurz: deren Effizienz! Eine isolierte Aussage über "hohe Kosten" sagt überhaupt nichts über die Qualität eines Investments aus.

#### Wertbildende Kosten

Kosten können mehr oder weniger wertbildend sein und zum Ergebnis einer Immobilientransaktion mehr oder weniger beitragen. In der Summe haben sie sich immer dann "gerechnet", wenn das Ergebnis für den Investor zufriedenstellend ist und ein angemessenen Risikoausgleich erzielt wurde. Effizient eingesetzte Kosten sind zugleich Chancen, den Marktwert eines Immobilienprojekts zu steigern.

"Nicht die Herstellungskosten und die kalkulatorischen Erträge bestimmen den Wert, sondern das Nutzungshonorar durch den Markt!" (Bone-Winkel/Schul-

te/Focke, Begriff und Besonderheiten der Immobilien als Wirtschaftsgut, Oldenburg 2005).

#### DNL Prime Opportunity versus Bestandshalter

Ein projektorientierter Value Added- oder Opportunityimmobilienfonds (wie der DNL Prime Invest 1) hält grundsätzlich höhere Kosten vor, um, gedrängt auf einen kürzeren Zeiträumen, kurzfristig eine profitable Wertsteigerung zu erzielen. Ein Bestandshalterfonds, der zu hohen Marktpreisen einkauft, muss sich dagegen mit einer niedrigen einstelligen Rendite zufrieden geben. Denn obwohl der Bestandshalter pro Jahr niedrigere Kosten ausweist, sind diese im Verhältnis zum Ertrag hoch! Zudem trägt ein teuer einkaufender Langläufer das höhere Risiko, durch steigende Zinsen und Marktschwankungen den kalkulierten Verkaufswert nicht erzielen zu können.


#### Fehlen verbindlich auszuweisender Kosten


CHECK untersuchte die Kosten einiger AIF beispielhaft daraufhin, in welchem Verhältnis diese zum Anleger-Cash-Flow stehen. Da es weder für AIF noch für Vermögensanlagen verbindliche Re-

#### Auf den Punkt

 **Ausschlaggebend ist nicht die Höhe der Kosten - es kommt auf ihren Beitrag zur Wertbildung des Fonds und dessen Rendite an**

 **Zu Unrecht wegen zu hoher Kosten gescholtene AIF-Anbieter haben ihre ex ante ausgewiesenen Kosten - ex post - deutlich unterboten**

 **Der CHECK-Kosten-Renditefaktor (S. 2) qualifiziert die Effizienz für die Höhe der Rendite**

 **Über den Erfolg eines Fonds entscheidet nicht die ausgewiesene Höhe der Kosten zum NIW, sondern deren Relation zu den Nettoauszahlungen**

 **Während sich Glenfield/DNL an die MIFID-Vorgaben des ex ante-Kostenausweises per Tabellenform konsequent hält, verwirren andere Marktteilnehmer ihre Kostendarstellungen mit mehrseitigen "Kann-Positionen"**

 **Um Kostendarstellungen zu "optimieren" werden Zwischen- und Projektgesellschaften außen vor gelassen**

 **Irreführung: "Günstig" aber renditeschwach - warum teuer einkaufende Fonds niedrigere laufende Kosten ausweisen**

geln gibt (acuah MIFID 2 hat dazu keine Klarheit geschaffen), welche Kosten und bis zu welcher Ebene einer Beteiligungsstruktur angegeben/ ausgewiesen werden müssen (mehrstufige Zwischengesellschaften bleiben außen vor), führt die Aussage, dass ein mehrstufig strukturierter Immobilienfonds niedrige Kosten ausweise, in die Irre.

**Transparent - effizient - renditestark - Beispiel Wells Fargo Tower**

Die transparente Betrachtung von der Fondsebene bis hin zur untersten Projektebene hindurch offenbart jedoch, dass der "teure" Fonds - wie in unserem Beispiel der effizienteste ist:

**Beispiel Glenfield-Projekt 2019/2010 "Wells Fargo Tower" (DNL Prime)**

Bei Gesamtkosten von USD 36,5

Mio. (einem EK von knapp USD 20 Mio.), einem "Operating Income" von USD 3,407, verbleibt nach laufenden Kosten von USD 1,48 Mio. = ca. 8 % im 1. Jahr ein Netto-Cash-Flow von knapp USD 2 Mio. Das macht knapp 10 % auf das Investitionsvolumen aus Deutschland! Enthalten sind Kosten für Asset-Management 2,2 %, für die KVG 0,86 %, Zinsen von 4 %, Liquiditätsreserve 0,15 %. Die Kosten stehen in einem realistischen Verhältnis zum Ertrag und spiegeln die Dynamik eines erfolgreichen Immobilieninvestments wider.

**Wertbildende Kosten-Bestandteile**

Dazu gehören „Konzept-Entwicklung, Beschaffung von Finanzierungen Akquisitionsleistungen, Verkaufs- und Marketingleistungen...“ (Bone-Winkel/Fischer, „Leistungsprofil und Honorarstrukturen in der Projektentwicklung“, 2008). Während andere Fonds diese Kosten bis in die

operative Ebene hinein nicht transparent ausweisen, sind diese bei Glenfield ehrlich und transparent!

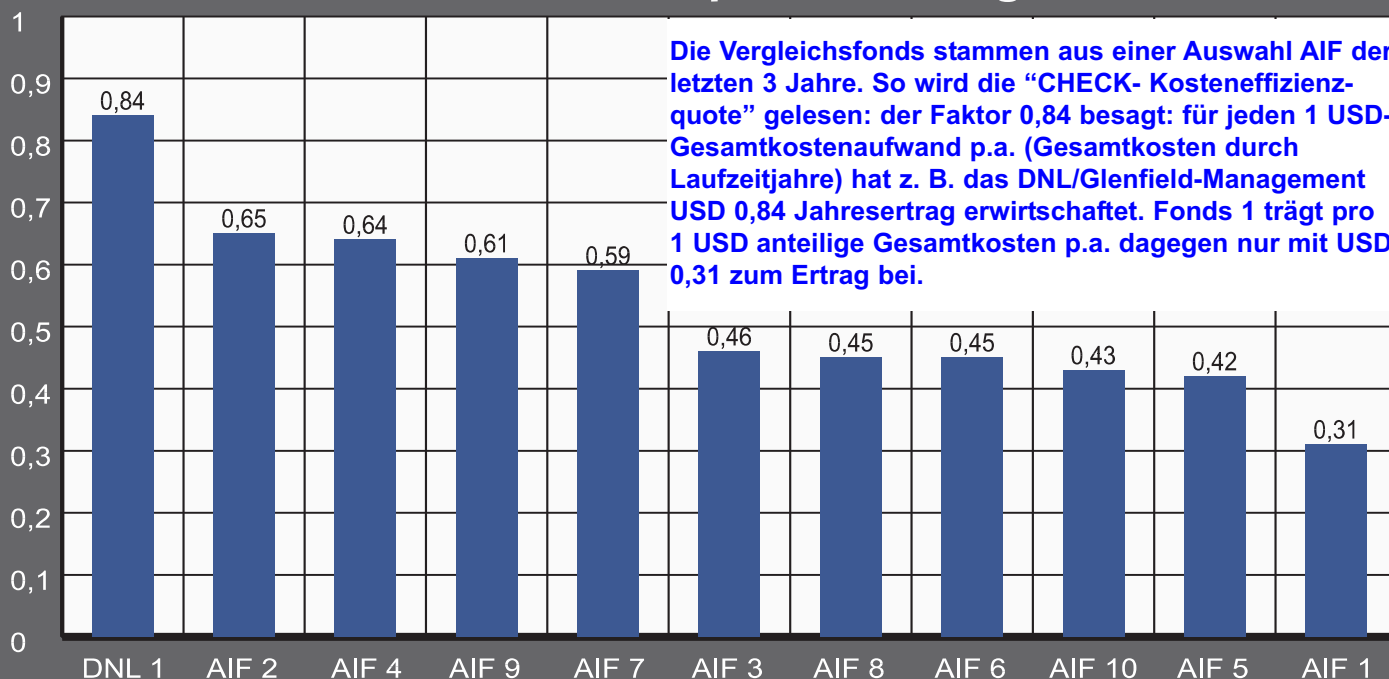
**"Günstig" aber renditeschwach**

Im Vergleich weist Jamestown 31 oder US-Teuhand laufende Kosten von ca. 2 % aus. Dennoch werden Auszahlungen von nur 4 % - 5 % prognostiziert? Das bedeutet, dass der Netto-Cash-Flow für Auszahlungen nur etwa halb so hoch ist wie bei Glenfield/DNL. Sind die Kosten dehalb „günstig“?

**Fazit**

die Kosten sind beim Marktführer kosmetisch in Projektgesellschaften versteckt, so dass keine Transparenz darüber durchschaut werden kann, welche Kosten tatsächlich auf der Ebene der Projektgesellschaften entstehen. Genau diese Kosten sind bei Glenfield/DNL jedoch vorbildlich transparent ausgewiesen.

**CHECK-Kosteneffizienzquote zur Prognoserendite**



Die Vergleichsfonds stammen aus einer Auswahl AIF der letzten 3 Jahre. So wird die "CHECK- Kosteneffizienzquote" gelesen: der Faktor 0,84 besagt: für jeden 1 USD-Gesamtkostenaufwand p.a. (Gesamtkosten durch Laufzeitjahre) hat z. B. das DNL/Glenfield-Management USD 0,84 Jahresertrag erwirtschaftet. Fonds 1 trägt pro 1 USD anteilige Gesamtkosten p.a. dagegen nur mit USD 0,31 zum Ertrag bei.

Kosten-Rendite-Faktor

## Technischer Bewertungsnachteil

Hinzu kommt, dass wenn der eine Fonds zu Opportunitykonditionen mit Ertragsaufholungspotenzial einkauft, einen niedrigen NAV ausweisen muss (im Anschaffungsjahr NAV = Kaufpreis, KAGB-Vorschrift), denn der Kaufpreis ist bei Opportunitygeschäftsmodellen günstigerweise niedrig, daher ist aber auch der NAV niedrig. Der teuer einkaufende Fonds (= Kaufpreis hoch) kann dagegen einen hohen NAV annehmen (NAV = "hoch"). Die Kosten erscheinen mit 2 % daher niedrig. Absurd, weil eine Wertaufholung beim Kaufpreis bereits an den Verkäufer bezahlt wurde! Die Rendite für den Anleger wird deutlich schmaler, hier ca. 4 % p.a., bei DNL/Glenfield wird beim Wells Fargo-Tower voraussichtlich das ca. Doppelte erzielt!

## Nicht teuer, sondern effizient: DNL PRIME

Von einer Falschbewertung sind Fonds wie der DNL Prime Invest I betroffen, deren Operator Glenfield Immobilienprojekte zu niedrigen Kaufpreisen und hohem Wertpotenzial erwerben. Da der Maßstab für den Kostenausweis jedoch der Kaufpreis sein muss (KAGB-Vorschrift), erscheinen ca. USD 2 Mio. auf einen Kaufpreis von USD 25 Mio. teuer, = 8 %, obwohl der Potenzialwert, den Glenfield beispielhaft schon nach kurzer Zeit realisiert, für das Immobilienprojekt USD 50 Mio. beträgt. Auf USD 50 Mio. bezogen, betragen die laufenden Kosten „günstige“ ca. 4 %.

## Lange Laufzeit mit niedrigen Jahreskosten = hohe Gesamtkosten

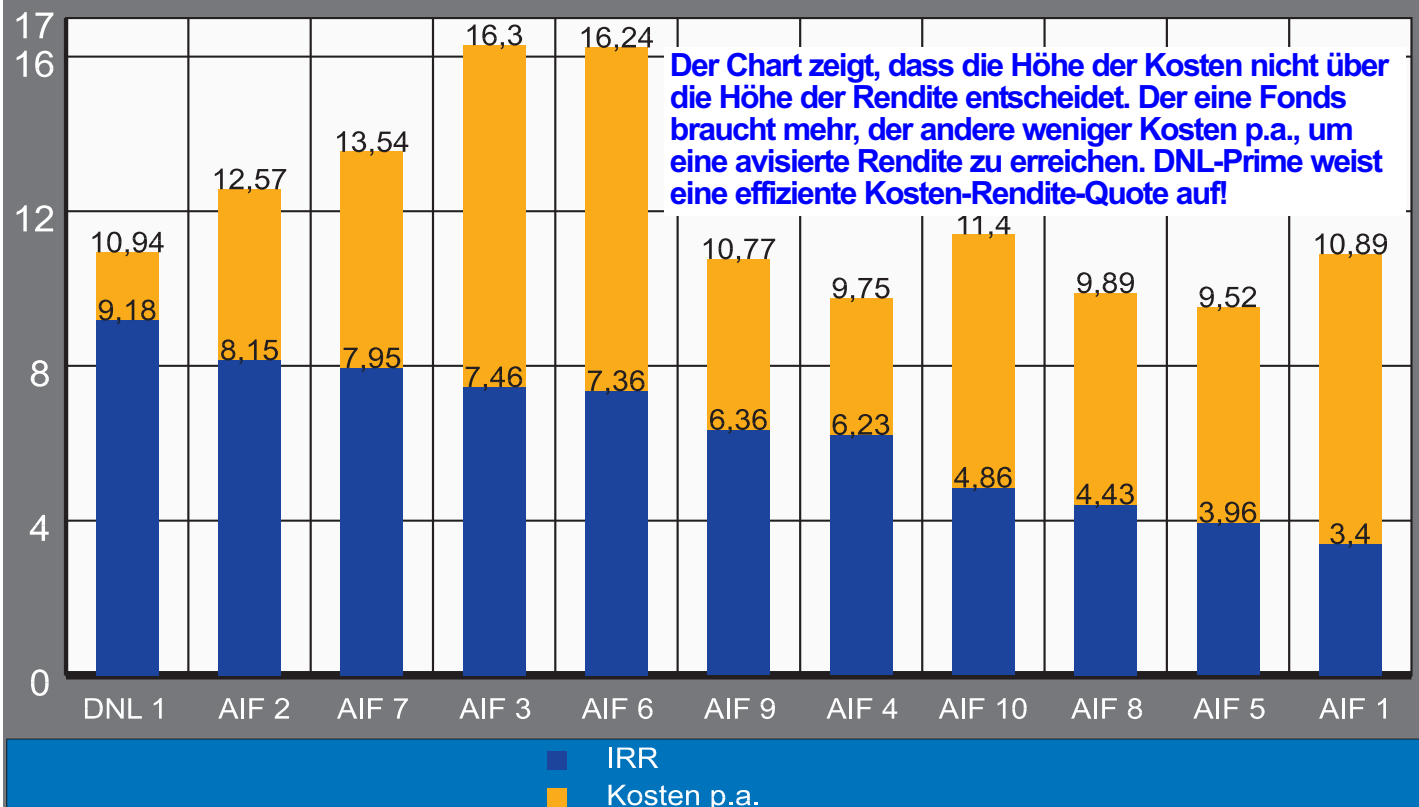
Umso risikoreicher sind Fonds, die

einen langen Zeitraum benötigen (10 Jahre ff), um einen absolut liquiden Totalüberschuss zu erwirtschaften (Beispiele TSO 2 und 3?). Eine häufig unterschätzte Fehleinschätzung besteht auch darin, dass die laufenden Kosten, bezogen auf das Beteiligungsjahr, zwar moderat erscheinen, kumuliert über die gesamte Laufzeit jedoch überdurchschnittlich hoch ausfallen. Der Kurzläufer braucht hingegen p.a. höhere Kosten, um seine Anlageziele deutlich schneller zu erreichen! Ein Langläufer liegt dagegen kumuliert mit dem 1,5-fachen höheren Kostenblock über dem Kurzläufer. Erst der Saldo von kumulierten Gesamtkosten und Nettoertrag nach Kosten zeigt, wie wirtschaftlich tatsächlich investiert und desinvestiert wurde.

## Höhere Rendite "trotz" höherer Kosten

Deutlich wurde, dass die abgezin-

## Relation Jahreskosten zu Jahresrendite IRR



ste IRR-Anlegerrendite bei denjenigen Fonds hoch ausfällt, bei denen vergleichsweise oft auch die Kosten höher sind als bei anderen Investments, die zwar niedrige Kosten ausweisen, aber mit einer bescheidenen Rendite keine besondere Kosteneffizienz aufweisen, auch eben gerade bei niedrigen Kosten nicht (S. 3).

## Ranking CHECK-Kosten-Rendite-Vergleich

Unser Kosten-Renditevergleich hat gezeigt: Am besten schneidet der Fonds ab, der die Kosten für die Rendite am effizientesten einsetzt! Siehe CHECK-Chart S. 2 und 3!

## Resümee

Der Anschein günstiger Kosten wird mit dem Nachteil erkaufte, dass der teuer einkaufende Fonds weniger Renditepotenzial hat. Für den Anleger ist ein geringeres Wertpotenzial mit niedrigen Kosten kein Vor-, sondern ein Nachteil.

## WICHTIGE HINWEISE:

Der aufsichtsrechtliche Genehmigungsrahmen der AIF-Publikumsfondskosten befindet sich BaFin-seitig ("Sachgruppe Kosten") in einem kontinuierlichen Anpassungsprozess. Dabei dringt die Behörde immer tiefer in die Kostenstruktur der Geschäftsmodelle ein und beschneidet z. B. Öffnungsklauseln für zusätzliche Kosten. Damit konkretisiert sie stufenweise die Vorgaben für die Umsetzung des KAGB im Sinne der Anlegerinteressen. MIT der MIDIF II werden die Anforderungen an die Kostentransparenz höher: laufende Kosten sollen in Tabellenform dargestellt werden.

Die Bedeutung der Kosten in Relation zum Ertrag wird hier untersucht. Weder die kumuliert absolute Höhe noch die relative Höhe der Jahreskosten erlaubt, für sich betrachtet, eine qualitative Aussage über das Risiko und/oder die Effizienz der eingesetzten Kosten.

Aus der Höhe der Kosten ist auch nicht ableitbar, ob diese ertragsmindernd sind. Vertriebskosten haben vordergründig keinen wertbildenden Charakter. Sie gehören aber zum Marketing des Produkts dazu. Ein Geschäftsmodell ist nur marktfähig, wenn es auch zum Vertrieb passt. Die Provisionen sind vor allem als Ausgleich für die Vermittlungsarbeit mit Angemessenheits- und Geeignetheitsprüfung sowie die Plausibilitätsprüfung zu verstehen.

Qualitative Aussagen zur Höhe der Kosten sind erst möglich und begründbar, wenn die Struktur der Kosten näher betrachtet wird, bzw. eingeschätzt werden kann, wie produktiv/effizient die Kosten für den avisierten Ertrag eingesetzt werden.

Fonds mit nachgelagerten operativen Gesellschaften (mehrstöckige Fonds mit "Dachfondsstruktur") weisen deutlich geringere laufende Kosten, aber auch deutlich geringere Renditen aus, als direkt investierende KVGs. Die operativen Projektkosten fallen in nachgelagerten Projekt- bzw. Zielgesellschaften an, die teilweise über 100 % fremdfinanziert sind.

## HAFTUNGSHINWEISE

CHECK bewertet die Wirtschaftlichkeit geschlossener Investmentvermögen (AIF).

Auch eine positive Benotung bedeutet keine Gewähr gegen das Verlustrisiko. Unternehmensbeteiligungen der hier untersuchten Art sind keine sicheren Geldanlagen im Sinne eines Pfandbriefs, einer Festgeldanlage oder eines Sparbuchs.

CHECK wertet Informationen des Angebotes zum aktuellen Zeitpunkt der Emission aus. CHECK-Analyse ist kein „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“. CHECK ist nicht an der Platzierung von Finanzprodukten beteiligt.

CHECK erstellt keine "Finanzanalyse" im Sinne des § 34 b WpHG. CHECK spricht keine Kaufempfehlung aus und erhebt keinen Anspruch auf eine vollständige Darstellung möglicher Risiken. Auf der CHECK-Homepage finden Sie eine Nachanalyse der bisher veröffentlichten CHECK-Bewertungen, darunter auch Angebote, die negativ verlaufen sind.