

# Sind die Kostenbeschreibungen der Fondsanbieter intransparent?

07.05.2018 10:00



**MARKTWÄCHTER**  
FINANZEN

**Verbraucher haben kaum eine Möglichkeit, die Kosten Geschlossener Fonds zu erfassen und zu vergleichen. Zu diesem Ergebnis kommt ein Gutachten, das im Auftrag des „Marktwächters Finanzen“ der Verbraucherzentralen 25 inländische geschlossene Publikumsfonds von 19 Kapitalverwaltungsgesellschaften untersucht hat.**

„Wenig überraschend“, meint Rechtsanwalt Volkhard Neumann, der darauf verweist, dass es – grundsätzlich – kein zwingend einheitliches Geschäftsmodell bei der Fondsstrukturierung gibt (siehe **EXXECNEWS** Ausgabe 09 und [hier](#)). Vielmehr stehe es den Anbietern – in Teilen – frei, ihre Gebühren unterschiedlich zu strukturieren. Kritisch werde es dann, wenn innerhalb eines Fonds unterschiedliche Aussagen zu ein und derselben Position zu finden sind. In den meisten Fällen dieser Art dürfte die Lösung in der korrekten Anwendung der vier Grundrechenarten liegen, meint Neumann.

**EXXECNEWS** hat alle betroffenen Kapitalverwaltungsgesellschaften um eine Stellungnahme gebeten. Die Antworten bestätigen die Einschätzung von Neumann. Zudem sehen sich die Fondsanbieter mit teilweise inkonsistenten Anforderungen aus Aufsichtsrecht und Aufsichtspraxis konfrontiert, wie die folgenden Antworten belegen.

derigo >

Dr. Werner Bauer, Geschäftsführer der derigo Kapitalverwaltungsgesellschaft: „Grundsätzlich begrüßen wir es sehr, dass das Thema Kostendarstellung bei AIF aufgegriffen und öffentlich diskutiert wird. Bedauerlich finden wir allerdings, dass die Kritik vielfach in die falsche Richtung läuft und – vermutlich beruhend auf Missverständnissen – teilweise sogar die korrekte und zwingend vorgeschriebene Kostendarstellung gebrandmarkt wird. Zur Darstellung von Kosten bei AIF, insbesondere geschlossener Publikums-AIF, gibt es festgelegte Regelungen in EU-Verordnungen sowie im Kapitalanlagegesetzbuch. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat ihre Verwaltungspraxis bei der Genehmigung von Kostenregelungen in den Anlagebedingungen geschlossener Investmentvermögen

zudem in den ‚Musterbausteinen für Kostenklauseln geschlossener Publikumsinvestmentvermögen‘ offengelegt. Sämtliche von derigo angebotenen Publikums-AIF erfüllen diese Anforderungen vollumfänglich.“



Justin Wiedemann, Unternehmenssprecher der Dr. Peters Group: „Auf einzelne Details der Analyse können wir hier nicht eingehen, da wir trotz Nachfrage keinen Einblick in selbige bekommen konnten. Was wir aber festhalten möchten: Die Dr. Peters Group erfüllt alle gesetzlichen Vorgaben im Rahmen der Prospektierung und der Erstellung von Unterlagen sowie in Bezug auf die neuen MiFID-II-Vorgaben. Wir sind davon überzeugt, sämtliche Kosten absolut transparent auszuweisen. So sind in den Unterlagen alle Kosten detailliert aufgeführt und erläutert. Zudem sind wir der Auffassung mit Prognose- und Kapitalflussrechnungen deutlich über die Mindeststandards hinauszugehen.“



Sylvia Kiehm, Vertriebs- und Produktmanagement Hannover Leasing Investment: „Das Gutachten der Marktwächter Finanzen kritisiert im Wesentlichen zwei unterschiedliche Aspekte: Einerseits wird die fehlende Vergleichbarkeit der Kostenstrukturen bei unterschiedlichen Fonds auf Grund von unterschiedlichen Darstellungsweisen beklagt und andererseits wird festgestellt, dass bei einigen der untersuchten Fonds die Kostendarstellungen im Verkaufsprospekt, in den wesentlichen Anlegerinformationen und in den Anlagebedingungen nicht identisch sind.

Die gesetzlichen Anforderungen an die Kostendarstellung sind zwar recht detailliert, sie bieten jedoch trotzdem Interpretationsspielräume, die von den einzelnen Kapitalverwaltungsgesellschaften in unterschiedlicher Art und Weise genutzt werden. Eine einheitliche Methodik der Kostendarstellung wird sich im Markt daher auf Basis der derzeit geltenden Vorschriften nicht durchsetzen. In Anbetracht der unterschiedlichen Fonds-Strukturen erscheint eine vollkommene Standardisierung der Kostendarstellung nicht möglich. Sie wäre auch nicht sinnvoll, da dadurch die jeweiligen Besonderheiten der einzelnen Fonds nicht angemessen berücksichtigt werden können.

Zutreffend ist die Aussage, dass eine einheitliche Kostendarstellung in den unterschiedlichen Dokumenten für einen Fonds wünschenswert ist. Hannover Leasing achtet sorgfältig auf eine konsistente und übereinstimmende Kostendarstellung im Verkaufsprospekt, in den wesentlichen Anlegerinformationen und in den sonstigen Werbemitteln. Eine wesentliche Informationsquelle für die anfänglichen Kosten ist der im Verkaufsprospekt abgedruckte Investitions- und Finanzierungsplan, aus dem nicht nur die Höhe der anfänglichen Kosten bezogen auf das Gesamtinvestitionsvolumen, auf den Ausgabepreis inklusive Agio sowie den Nennbetrag ohne Berücksichtigung des Agios, sondern auch die Substanzquote ersichtlich sind. Die laufenden Kosten werden bei Hannover Leasing im Verkaufsprospekt und den wesentlichen Anlegerinformationen identisch und in Übereinstimmung mit den Anlagebedingungen dargestellt.

Abschließend ist festzustellen, dass die Fokussierung auf die Kosten kritisch zu bewerten ist. Für den Anleger sollte es nicht wesentlich sein, welcher Fonds die niedrigsten Kosten hat, sondern welcher Fonds eine für ihn geeignete und ihn überzeugende Investitionsstrategie verfolgt. Nicht die Höhe der Kosten ist für den Erfolg eines Fonds ausschlaggebend, sondern die Qualität der Anlageobjekte. Anstatt die Aufmerksamkeit der Anleger einseitig auf die Kosten der Fonds zu lenken, wäre es im Sinne des Verbraucherschutzes sinnvoller, die Anleger zu einer kritischen Prüfung der unterschiedlichen

Investitionsstrategien anzuregen.“



## **PI Fondsmanagement**

Klaus Wolfermann, geschäftsführender Gesellschafter der PI Pro-Investor-Gruppe: „Grundsätzlich begrüßt die PI Pro-Investor-Gruppe, dass auch das Thema Kosten und Transparenz zum Gegenstand der Beobachtung des Marktwächters geworden ist. In unseren Dokumenten haben wir uns in den Anlagebedingungen weitgehend an die Darstellung der Musterkostenbausteine gehalten und im Verkaufsprospekt weitere Erläuterungen vorgenommen.

PI teilt die Einschätzung, dass es unter Einhaltung der rechtlichen Auflagen für einen Anleger zum Teil schwierig sein kann, die Wirkung von Kosten richtig einzuschätzen. Auf der anderen Seite darf eine Kostenbetrachtung nicht isoliert zur Beurteilung der Produktqualität herangezogen werden. Wenn für die Erreichung der Anlageziele Leistungen unvermeidbar sind oder den Anlageerfolg befördern, müssen besonders geringe Kostenansätze sogar misstrauisch machen.

Wir bedauern, dass der Marktwächter beziehungsweise die in Auftrag gegebene Studie den einseitigen Eindruck entstehen lässt, dass AIF einerseits durch die gewählte Darstellung eher diskreditiert werden, andererseits die Integrität der Fondsmanager in Frage gestellt wird, obwohl diese sich an die zum Teil diffusen und widersprechenden gesetzlichen beziehungsweise rechtlichen Vorschriften zu halten versuchen.

Will man aber dennoch die Kostensituation von AIF untersuchen, haben wir bereits an verschiedenen Stellen darauf hingewiesen, dass unter dem Gesichtspunkt der Transparenz und Anlegerorientierung der Nettoinventarwert als Bemessungsgrundlage für Kosten gerade keine geeignete Größe für die Darstellung von Kostengrößen ist. Dieser Wert ist weder für den Fondsinitiator, den Konzepteur, die Kapitalverwaltungsgesellschaft und schon gar nicht für einen Anleger greifbar und einschätzbar, insbesondere „ex ante“ betrachtet.

Für Verbraucher ist es oft wünschenswert, Produkte miteinander zu vergleichen. Dass dabei auch die Kostensituation eine Rolle spielt, ist unstrittig. Allerdings muss für eine Vergleichbarkeit von Kosten in AIF immer zwingend eine gemeinsame Investitionsstrategie und -basis gegeben sein, damit nicht Äpfel mit Birnen verglichen werden. Genau das bleibt aber bei der Betrachtung der Frage im vorliegenden Hintergrundpapier vollkommen unberücksichtigt.

Diese Komplexität setzt sich in der Bewirtschaftungsphase der Sachwertinvestitionen fort. Ein Flugzeuginvestment zum Beispiel unterscheidet sich signifikant von der Bewirtschaftung mehrerer Wohnimmobilien, im Hinblick auf erforderliche Tätigkeiten (quantitativ und qualitativ), anfallende Kostenarten und Anzahl der Kostenpositionen.

Somit plädieren wir dafür, anfallenden Kosten die erforderlichen Leistungen gegenüber zu stellen und nur gleichartige Strategien miteinander zu vergleichen und die sich daraus ergebenden Erkenntnis als ein Beurteilungskriterium zu bewerten.“

Matthias Hofmann und Ralf Cont, Vorstände der Project Investment AG: „Das Hintergrundpapier des Marktwächters Finanzen erweckt bereits auf den ersten Blick den Eindruck, dass es sich bei Alternativen Investmentfonds (AIF) hauptsächlich um sogenannte Ein-Projekt-Fonds handelt. Diese Darstellung ist unglücklich und trifft auf die von der Project Investment AG als Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten AIF nicht zu. So ist zum Beispiel der im Untersuchungszeitraum des Marktwächters Finanzen aufgelegte Publikums-AIF Project Metropolen 17 geschlossene Investment GmbH & Co. KG aktuell an 15 Immobilienentwicklungen beteiligt.

Aber auch im Übrigen können die vom Marktwächter Finanzen vorgebrachten Punkte nur bedingt geteilt werden. So werden im Hintergrundpapier offensichtlich die Begriffe Initialkosten, die immer ohne Agio darzustellen sind, und Ausgabepreis, der aus den Initialkosten und dem Ausgabeaufschlag besteht, nicht differenziert behandelt.

Bei der Darstellung der Kosten in den Verkaufsunterlagen der von Project verwalteten AIF werden die gesetzlichen Bestimmungen des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) sowie die ergänzenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen vollumfänglich berücksichtigt. Hierzu gehört auch eine Darstellung der Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge. Eine Prognoserechnung als solche ist vom Gesetzgeber nicht vorgesehen - wohl auch vor dem Hintergrund, dass eine solche unter Berücksichtigung des langfristigen Anlagehorizontes der AIF allenfalls Scheingenaugkeiten beziehungsweise Fehlvorstellungen beim Anleger verursachen würde. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die erfolgreiche Zulassung zum Vertrieb der vom Marktwächter Finanzen untersuchten AIF zeigt, dass sich die AIF im rechtlich vorgegebenen Rahmen bewegen.“



Spezialist für Private Equity

Norman Lemke, Gründer und Vorstand der RWB Group: „Ich finde es gut, wenn Marktbeobachter immer wieder genau hinschauen. Das gibt Anlegern Orientierung und verstärkt unseren bestehenden Eigenantrieb, unsere Konzepte und Strategien stetig zu optimieren und an die sich ändernden Bedürfnisse der Anleger anzupassen. Aus diesem Antrieb heraus ist vor zwei Jahren unsere neue Fondsfamilie Direct Return entstanden, deren erste Generation in dem vorliegenden Gutachten analysiert wurde. Es bestätigt nun offiziell, ein wirklich faires Angebot geschaffen zu haben. Unter den 25 untersuchten Produkten ist der Direct Return eines der wenigen, das auf die sonst üblichen anfänglichen Emissionskosten in Höhe von 15 Prozent verzichtet. Zudem liegen wir auch bei den laufenden Kosten auf dem Niveau klassischer Aktienfonds und damit deutlich unter dem Durchschnitt der betrachteten Fonds.“



Simon Piepereit, Geschäftsführer der WIDe Wertimmobilien Deutschland Fondsmanagement GmbH: „In

dem Dokument, das von der Verbraucherzentrale veröffentlicht wurde, heißt es, dass aus Verbrauchersicht die Vergleichbarkeit der unterschiedlichen Produkte durch einen Kostenvergleich hergestellt werden soll. Aus meiner Sicht stellt dies einen irreführenden Ansatz dar. Denn die verschiedenen Produkte mit unterschiedlichen Strategien und zu erwerbenden Sachwerten führen zwangsläufig der Höhe nach zu abweichenden, schwer vergleichbaren Kosten.

Die BaFin hat bereits 2014 ein Dokument mit Musterbausteinen für Kostenklauseln herausgegeben. Die Fonds haben danach in den verbindlich vorgeschriebenen Anlagebedingungen die einzelnen Kosten(kategorien) darzustellen. Nur am Rande sei erwähnt, dass auch die BaFin ihre Meinung zu den Musterkostenbausteinen in der Vergangenheit zu einzelnen Punkten geändert beziehungsweise fortentwickelt hat. Dass es seitens der Fondskonzeptionäre teilweise zu unterschiedlichen Auffassungen kommt, lässt sich ferner kaum vermeiden.

Dies zeigt beispielsweise die genannte Darstellung der laufenden Kosten, die mit einer Bandbreite von 0,92 Prozent bis 5,8 Prozent angegeben wird. In unserem Fall wurden neben den fonds- auch die immobilien-spezifischen Kosten für das Jahr 2017 einkalkuliert, das heißt, es wurde mit Kosten gerechnet, die auch bei der privaten Immobilienverwaltung anfallen würden.

Es stellt sich in dem Zusammenhang die Frage, ob Investitionen in völlig unterschiedliche Assetklassen sinnvoll mit Blick auf die anfallenden Kosten verglichen werden können, auch wenn die Ermittlung und Darstellung der einzelnen Kosten völlig einheitlich wäre.

Auch auf die erfolgsabhängige Vergütung, die mit Fondsauflösung anfällt, wird viel zu kurz eingegangen und plakativ kritisiert, dass die Vergütung bis zu 50 Prozent des Mehrertrages ausmachen kann. In diesem Zusammenhang hätte deutlicher erwähnt werden können, dass diese Vergütung (zumindest in unserem Fall) nur anfällt, sofern die Anleger über die Fondslaufzeit eine Kapitalkontoverzinsung von sieben Prozent per annum erhalten haben.

Die Darstellung der Kosten für geschlossene alternative Investmentfonds ist weitgehend durch die von der BaFin herausgegebenen Unterlagen vorgegeben. Insofern kann die Kritik des vorgelegten Hintergrundpapiers zu dem Gutachten nur bedingt nachvollzogen werden. Gerne hätte ich das Gutachten hierzu in Gänze gelesen.

Einem Anleger ist meines Erachtens davon abzuraten, seine Investitionsentscheidung ausschließlich zugunsten des Produktes mit den vermeintlich niedrigsten Kosten zu treffen. Er sollte vielmehr prüfen, welcher Anbieter und geschlossene alternative Investmentfonds seine persönliche Anlagestrategie am besten trifft und ein ausgewogenes Chancen-/Risikoverhältnis bietet.“

**ZBI** Zentral Boden  
Immobilien Gruppe  
ZBI Fondsmanagement AG

Ein Unternehmenssprecher der ZBI Fondsmanagement AG: „Die im Rahmen der Fondskonzeption zu erstellenden Verkaufsunterlagen werden innerhalb der ZBI Fondsmanagement AG (ZBI KVG) in enger Anlehnung an die durch die Finanzaufsicht (BaFin) bereitgestellten Muster sowie in enger Abstimmung mit dem zuständigen BaFin-Ressort angefertigt. Von einer stetigen Weiterentwicklung der Verkaufsunterlagen auch in Reaktion auf Einlassungen der Vertriebe und Anleger kann ausgegangen werden.

Die Verkaufsunterlagen werden neben dem notwendigen Genehmigungsverfahren der BaFin einem

unabhängigen Prospektgutachter vorgelegt. Darüber hinaus erhalten die Vertriebe der ZBI-Fonds ein umfangreiches Memorandum zum jeweiligen Fonds, das über die Verkaufsunterlagen hinausgehende ausführliche Informationen unter anderen zu den Kosten mit Berechnungsbeispielen enthält.

Bezogen auf die im Gutachten festgehaltenen Unterpunkte kann wie folgt kommentiert werden: Die Angaben zu Ausgabeaufschlag und Initialkosten sind in allen Unterlagen konsistent. Der Ausgabeaufschlag beträgt unverändert fünf Prozent und wird in den Initialkostenquoten entsprechend den Berechnungsvorschriften reflektiert. Diese sind unseres Erachtens eindeutig.

Die Gesamtkostenquote der laufenden Kosten liegt im ZBI Professional 11 bei 2,44 Prozent per annum des Nettoinventarwertes (prospektiert). Dieser Wert ist in allen Verkaufsdokumenten gleich. Eine Erläuterung der Zusammensetzung ist sowohl im Prospekt als auch in den wAI hinterlegt.

Die Regelungen zur erfolgsabhängigen Vergütung sind eindeutig und nachvollziehbar dargelegt. Die Schwelle ist mit fünf Prozent im derzeitigen Marktumfeld als durchaus ambitioniert anzusehen.

Eine Beschreibung der Transaktionskosten ist im Prospekt enthalten. Die neben den üblichen Erwerbsnebenkosten anfallenden weiteren Gebühren werden dargestellt.

Die Verwahrstellenvergütung variiert je nach beauftragter Verwahrstelle und Verhandlungserfolg und beträgt im Fonds 11 bis zu 0,2 Prozent der Bemessungsgrundlage inklusive Umsatzsteuer.

Der Fonds wird ausschließlich mit denen in den Musterbausteinen der BaFin enthaltenen und in den Anlagebedingungen bezifferten Kosten belastet.

Der Vermerk zu den Vergütungen auf Ebene von Objektgesellschaften findet sich standardgemäß in den Anlagebedingungen.

Die Darstellung der Mittelverwendung erfolgt im Prospekt ausführlich. Weitere Hinweise auf die Verwendung der Gelder bieten der Kostenrechner und die Zielmarktbestimmung, die entsprechend den Vorgaben der MiFID-Verordnung zur Verfügung gestellt werden.

Jeder konzipierte Fonds basiert auf einer ausführlichen Prognoserechnung, deren Prüfung auf rechnerische Richtigkeit und Plausibilität der Annahmen Teil der freiwilligen Prospektprüfung ist.“

Die Stellungnahmen sind - auszugsweise - zuerst erschienen in **EXXECNEWS** Ausgabe 10/2018.

[www.exxecnews.de](http://www.exxecnews.de)





## [Eurizon bringt erfolgreiche Low-Risk-Fonds nach Deutschland](#)

Eurizon, ein europäischer Fondsanbieter mit italienischen Wurzeln, ist ...



[Auch nach dem Brexit wird London ein internationales Finanzzentrum bleiben](#)

Laut einem neuen Bericht der Cass Business School gibt es zwar einige ...