

KSH Capital Partners AG  
Herderstraße 1a  
23564 Lübeck

Mail: LSI-Sachwertanalyse  
@outlook.de

Mobil: 0176 20528134

vorab per Mail an [vertrieb@ksh-ag.com](mailto:vertrieb@ksh-ag.com)

## RESTRUKTURIERUNGS-ANALYSE

Analyseempfänger	Analysedatum	Analysegegenstand	Analyseschwerpunkt
KSH	06.03.2017	KSH Energy Fund II & III	Investmentprozess Restrukturierungskonzept

### *Prüfungsumfang und Haftungsausschluss*

Prüfungsgegenstand ist die von der KSH Capital Partners AG am 18.07.2011 aufgelegte Vermögensanlage KSH Energy Fund III einschließlich des vorgelegten Restrukturierungskonzeptes für die KSH Energy Fund II und III.

Auftragsgemäß haben wir weder die gesellschaftsvertraglichen Grundlagen geprüft und noch eine rechtliche Bewertung des Beteiligungsangebotes vorgenommen.

Zur Überprüfung und Einschätzung der seitens KSH getätigten Aussagen wurde das LSI Risikomanagement- und Evaluierungstool „Energie konventionell“ herangezogen, wie auch externes Researchmaterial der LSI gesichtet.

Eine Vor-Ort-Begehung sowie Vor-Ort-Gespräche fanden dabei nicht statt. Aus einer Gesamtschau der hier maßgeblich von KSH bereitgestellten Unterlagen, die nicht vollständig überprüft werden konnten, wurde sodann eine Evaluierung und Handlungsempfehlung vorgenommen.

LSI übernimmt dabei keinerlei Haftung oder Garantieverprechen für das Eintreten der hier skizzierten wirtschaftlichen, steuerlichen oder rechtlichen Gegebenheiten. Insbesondere besteht keinerlei Gewähr und Haftungsübernahme für den Eintritt des Erfolges des hier zu untersuchenden Restrukturierungskonzeptes. Neben übernommenen Zahlen, Daten und Fakten fließen ebenso persönliche Meinungen und subjektive Bewertungen in das Dossier mit ein. Diese können sich auch zwischenzeitlich ändern; ein Anspruch auf Aktualisierung ist nicht gegeben. Die Vervielfältigung, Verbreitung, Verarbeitung, Veröffentlichung, Speicherung oder sonstige Verwendung ist untersagt und bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung von LSI.

## *materielle Prüfung*

Um eine Entscheidung im Bezug auf das anstehende Restrukturierungskonzept treffen zu können, ist eine fundierte Analyse des Anlagekonzeptes, des Investitions- und Wertschöpfungsprozesses sowie der beteiligten Personen und Gesellschaften von entscheidender Bedeutung gewesen. Hierzu wurden insbesondere Kapitel 4 und 5 des Hauptprospektes einer erneuten Betrachtung unterzogen.

Vorweg darf einmal angemerkt werden, dass einige der Angaben in Kapitel 4 betreffend die makroökonomischen Bedingungen des Erdölmarktes und hier insbesondere die Aussagen bezüglich der Preisentwicklung von Erdöl nicht zutreffend oder nicht gänzlich zu Ende gedacht und damit fehlerhaft sind. Ein nicht unüblicher Fehler im Beteiligungsbereich ist die lineare oder gar exponentielle Extrapolation von Preiskurven oder allgemein von Entwicklungen über sehr lange Zeiträume, der auch vorliegend hier zu finden ist.

Investitionsschwerpunkt des KSH Energy Fund III waren und sind insbesondere Bohraktivitäten im Fort Terrett Ranch-Gebiet im „Landkreis“ Sutton County, Texas. Die Wahl auf speziell dieses Gebiet erfolgte auf Grund der positiven Produktionsergebnisse, der Verkehrsinfrastruktur und des guten Anschlusses an das texanische Pipelinenetz. Die größten verbliebenen Reserven befinden sich im Westen Texas im sog. Permian Basin. An dessen östlichem Rand befindet sich das Fort Terrett Ranch Gebiet, in das KSH Energy Fund III investiert ist. Dabei sollen sog. PUDs, Erweiterungsbohrungen von Erdöl- und Erdgasquellen, also Bohrungen auf einem Gelände, das sich bereits durch erfolgreiche Vorbohrungen qualifiziert hat, vorgenommen werden.

Historisch und aktivitätsmäßig bedingt wurden in der zu explorierenden Region bereits zahlreiche seismisch-geologische Untersuchungen durchgeführt, so dass, was die Erschließung neuer Bohrlöcher, Quelleneignigkeiten und Reservemengen anbelangt, auf eine hinreichend große Datengrundlage zurückgegriffen werden kann. Zudem lassen sich aus dem Prospekt zahlreiche KSH Referenzprojekte in teilweise ähnlich geografischer Lage identifizieren. Auch die Gründe für das Permian Basin und insbesondere für das Fort Terrett Ranch Gebiet werden im weiteren Verlauf noch einmal ausführlich und verständlich dargestellt. Auch der aus nachvollziehbaren Gründen gewählte Partner MexTex Operating Company wird als der vor Ort verantwortliche Operator vorgestellt, gleichwohl die Ausführungen für eine derart wichtige Position etwas länger hätten ausfallen dürfen. Als deutlich positiv ist der Miteigentümerstatus herauszustellen sowie die ertragsabhängige Beteiligung, gleichwohl weitere Ausführungen hierzu fehlen.

Anhand der Erläuterungen im Prospekt kann nachgezeichnet werden, dass sich KSH ausführlich mit den technischen, wirtschaftlichen und rechtlichen Aspekten der Erdölförderung in Texas auseinandergesetzt hat. Positiv ist dabei heraus zu heben, dass die einzelnen Wertschöpfungsstufen in dem Pyramidendiagramm deutlich aufgezeigt worden sind, gleichwohl die Beschreibungen hierzu etwas ausführlicher hätten ausfallen dürfen. Bei den ausgewählten Projektpartnern ist deutlich der petrobasierte Einschlag ersichtlich, gleiches gilt auch für Teile des Managements von KSH. Hierzu ist noch anzumerken, dass es als nicht nachteilig anzusehen ist, spezialisierte Partner mit einzubinden, da KSH in der Endauswahl der zu investierenden Projekte die Underwriter-Hoheit innehat.

Für den Erfolg der Beteiligung ist die Bewertung der geförderten Barrel Öl bzw. der Ölreserven pro Quelle von entscheidender Bedeutung, so dass zwingend der gutachterlich angesetzte Erlöspreis heranzuziehen ist. Dabei wurde in den beiden in Auftrag gegebenen externen Gutachten ein gleich-

bleibender - aus kalkulatorischen Gründen vorgenommener- Erdölverkaufspreis von 70 US-\$ angenommen. Aus damaliger Sicht handelt es sich hierbei tatsächlich um eine konservative Annahme, die in den Jahren 2018 und 2019 prognosegemäß, auf Grund der weiter unten noch zu erfolgenden Ausführungen, im Mittel wieder zu erreichen sein sollte.

Trotz einiger kritischer Anmerkungen ist die aktuelle Schieflage der hier vorliegenden Beteiligung weniger auf handwerkliche Fehler, denn vielmehr auf tatsächliche Marktverwerfungen zurück zu führen. Daher ist das Aussprechen einer Investitionsempfehlung für den KSH Energy Fund III, unter Vernachlässigung ökologischer Kriterien, ex post schlüssig und nachvollziehbar gewesen. Aus diesem Grunde lohnt es sich, sich prinzipiell mit einem Restrukturierungskonzept auseinander zu setzen, um den Marktverwerfungen antizyklisch und aktiv entgegenzutreten zu können. Dabei kam der erneuten Betrachtung und Bewertung des Anlagekonzeptes in obigen Abschnitten eine entscheidende Rolle zu, da das jetzt zu bewertende Restrukturierungskonzept weiterhin auf diesem Fundament fußt und die weiter oben ausgewählten Partner ebenso beteiligt sein werden.

Die massive Schlagseite des Fonds ist, wie bereits angedeutet, auf massiv gesunkene Öl- und Gaspreise über einen längeren Zeitraum zurück zu führen. Damit wurde auch unumwunden die Liquiditätssituation des Fonds getroffen und das Insolvenzrisiko gefördert. Zwar wurde im Kurzexposé zum KSH Energy Fund III auch ein Alternativszenario mit einem Ölpreisrückgang um 40 % auf 42 US-\$ und eines dann immer noch positiven Anlageergebnisses aufgezeigt; scheinbar hat man allerdings die Heftigkeit und Dauerhaftigkeit des Ölpreisverfalles bei zunächst unveränderter operativer Kostenbasis unterschätzt. Auch hätte man für ein konservativeres Fondsprodukt Entwicklungsprojekte gänzlich weglassen sollen, da diese augenscheinlich Cash-Burner sind. Aus diesen Gründen war die Fondsgeschäftsführung gezwungen, frühzeitig Ausschüttungen einzubehalten und ein Restrukturierungskonzept zu erarbeiten, um den Fonds wirtschaftlich zu stabilisieren.

Was zunächst die anvisierte Herabsetzung des Fondskapitals anbelangt, wird hier das Ziel verfolgt, einen Verlust bzw. einen Verlustvortrag auszugleichen, um auf diese Weise die Bilanz optisch zu verbessern. Die Kapitalerhöhung wiederum hat den Zweck, das Sanierungskonzept einzuleiten, bei dem zum einen noch ausstehenden Verbindlichkeit bedient werden und zum zweiten antizyklisch in weitere, augenblicklich günstig zu erwerbende, bereits bestehende Ölquellen investiert werden soll, die den eigentlichen Sanierungskern bilden sollen. Eingeschoben werden darf hierbei kurz, dass diejenigen Anleger, die die Kapitalerhöhung nicht mitgehen werden, eine Stimmreduktion akzeptieren müssen und von einem etwaigen Erholungsprozess abgeschnitten werden.

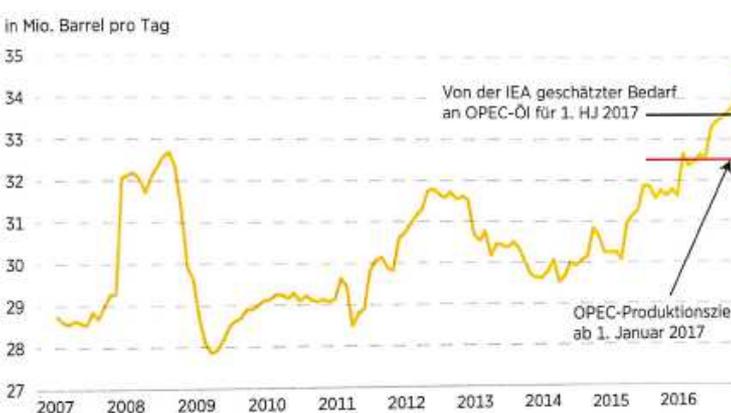
Allgemein wird es für den Erfolg des Restrukturierungskonzeptes von entscheidender Bedeutung sein, dass die Kapitalerhöhung dazu genutzt wird, in Bestandsprojekte mit belastbaren historischen Fördermengen, einer hinreichend langen Ergiebigkeit der Quellen und möglichst annähernd gut kalkulierbaren Entwicklungs- und Betriebskosten zu investieren. Es kann auch passieren, dass Quellen erworben werden, die anfänglich noch einen negativen Cash-Flow aufweisen und weiter Geld verbrennen, wenn auch in deutlich überschaubaren Maße und mit Aussicht auf positive Deckungsbeiträge. Der Einkaufsfaktor in der aktuellen Marktlage im Zuge des anstehenden Restrukturierungskonzeptes erscheint leicht zu hoch, gleichwohl in der heutigen Marktsituation die Kaufpreise historisch niedrig sind und hierdurch insgesamt ein zu begrüßender antizyklischer Investitionsansatz gefahren wird. Basierend auf derart niedrigen Preisen kann auch der spätere Verkauf ein Erfolg werden. Investitionstechnisch wird man sich auch weiterhin in obig beschriebener Region aufhalten.

Ebenso positiv zu bewerten ist der Umstand, dass das Konzept schwerpunktmäßig auf die Vermarktung von Erdöl aus bereits produzierenden Quellen abzielt und nicht auf das Beiprodukt Erdgas. Letzteres wird im vorliegenden Fall hauptsächlich und damit einseitig vom nordamerikanischen Erdgasmarkt bestimmt. Zudem konnten in der Vergangenheit auf Grund von Überkapazitäten teils erratische Preisverfälle beobachtet werden, so dass ein Restrukturierungskonzept auf Basis eines sich erholenden Gasmarktes deutlich herausfordernder wäre, was, wie gerade erwähnt, auch vordergründig nicht beabsichtigt wird.

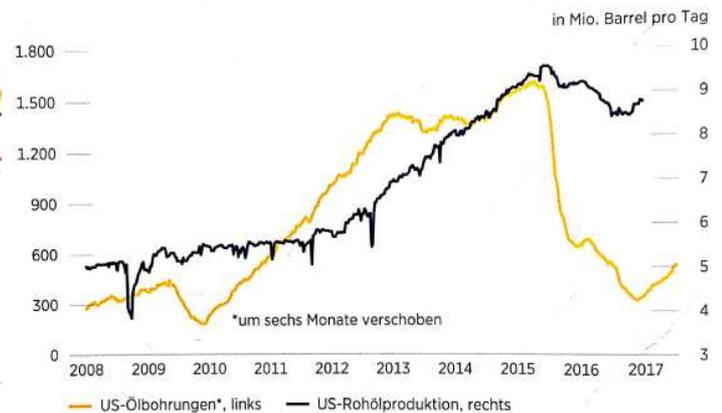
Durch den Neuerwerb von Ölquellen mit Förderhistorie und dem anschließenden Verkauf sowohl des geförderten Öls, als auch in drei bis vier Jahren eben dieser Ölquellen, soll, basierend auf einem prognostizierenden, sich wieder leicht erholenden Ölpreises bis auf 70 US-\$, der zwischenzeitlich bereits eingetretene (Buch-)Verlust kompensiert werden. Entscheidend bei diesem Restrukturierungsplan sind, neben der Fördermenge, die Entwicklung und der durchschnittlich zu erzielende Verkaufspreis eines Barrel Rohöls bis ins Jahr 2020. Diesbezüglich sind Prognosemeinungen wie auch weltwirtschaftliche Überlegung zwecks Extrapolation dieses Rohstoffpreises anzustellen, um die Restrukturierungsüberlegungen ansatzweise zu validieren und belastbar zu machen. So geht das Research Team der Deutschen Bank für die hier relevante Ölsorte WTI für 2017 von einem durchschnittlichen Preis von 53 US-\$ aus, für 2018 von 65 US-\$ und ebenso für 2019.

Auch von anderer (amerikanischer) Seite wird von einem leicht positiven Preisszenario ausgegangen. So wohnte LSI einer Tagung eines sehr erfahrenen US-Immobilienfondanbieters in Düsseldorf Mitte Januar 2017 bei, bei der der CEO der amerikanischen Immobiliendependance auch kurz auf die Ölpreisentwicklung einging. Aus seiner Sicht ist mit einer moderaten Erhöhung des Ölpreises zu rechnen, wobei er mit durchschnittlichen Preisen um die 70 US-\$ je Barrel bis ins Jahr 2020 rechnet. Zwar stammt diese Prognose nicht von einem direkt in der Ölindustrie verhafteten Unternehmen, allerdings spielen Faktoren wie die Entwicklung der Energiepreise auch bei der Immobilienallokation dieses Unternehmens mit eine Rolle, weswegen sich über derartige Faktoren ausreichend Gedanken gemacht wurde. Zudem ist auf Grund der geografischen Nähe und der dortigen Berichterstattung eine dichtere Verfolgung dieser Thematik besser möglich als hierzulande. Ebenso wurde ausgeführt, dass mit einem deutlich stärkeren Anstieg des Rohölpreises nicht zu rechnen sei, da bei signifikant höheren Preisniveaus eine unmittelbare (Re-)Aktivierung kostenintensiver Fördertechniken und -gebiete zu einer Produktionsausweitung und damit zu einer Preisdämpfung führen würden. Insbesondere ist es in einem leicht steigenden Preisumfeld möglich, die Fracking-Industrie sehr schnell wieder zu beleben.

**Grafik 1: Drohendes Angebotsdefizit in der ersten Jahreshälfte 2017**



**Grafik 2: US-Ölproduktion dürfte 2017 wieder anziehen**



Stand: 30. Dezember 2016; Quelle: Baker Hughes, EIA, Bloomberg, Commerzbank Research

Stand: 30. Dezember 2016; Quelle: Reuters, Commerzbank Research

Hingegen geht das Commerzbank Research von einer mangelnden Disziplin hinsichtlich der Absprachen über Fördermengen innerhalb der OPEC aus, sodass für den weiteren Verlauf des Jahres 2017 generell mit einem fallenden Ölpreis zu rechnen ist, der allerdings um die 50 US-\$ oszillieren sollte. Was hierbei allerdings übersehen wird, ist die Tatsache, dass eine Reihe von Staaten haushaltstechnisch auf einen hohen Rohölpreis angewiesen sind, um eine ausgeglichene Staatsfinanzierung sicherstellen zu können. Angebotsseitig spielen politische Gründe, Kartellabsprachen, militärische Konflikte und die Kostenbasis der einzelnen Fördergebiete eine entscheidende Rolle sowie geoölstrategische Vormachtstellungen.



Nachfrageseitig wird der Ölpreis vor allem vom weltwirtschaftlichen Konjunkturverlauf und insbesondere von asiatischen Märkten und deren Nachfrageverhalten beeinflusst. Dabei wird, beginnend ab 2017, von einer Reihe von Wirtschaftsforschungsinstituten ein globales Wirtschaftswachstum von über drei Prozent und für den chinesischen Markt ein Wachstum von sechs Prozent prognostiziert, so dass der Rahmen für den auch ölgetriebenen Energiebedarf positiver Natur ist. LSI verfolgt aus diesen Gründen eher die Meinung über einen leichten Anstieg des Ölpreises.

Das hier vorgestellte Konzept der antizyklischen Investition in neue günstigere Ölquellen ist auch deshalb notwendig, da KSH III auf Basis des jetzigen, alten Portfolios bei einem oszillierenden Ölpreis von 40 bis 45 US-\$ zurzeit rund 500 000 US-\$ verbrennt. Daher ist eine kritische und zeitlich sehr dichte Überprüfung der Betriebs- und Entwicklungskosten von Nöten, da diese für die massive Unterdeckungen verantwortlich sind. Dass dieser Punkt sehr wichtig ist, zeigt sich beispielsweise bei dem Projekt Amadeus, das vordergründig einen positiven Cash-Flow vorgibt zu erwecken, nach Abrechnung der Betriebs- und Entwicklungskosten aber ebenfalls hoch defizitär ist. Zudem ist die aufmerksame Verfolgung der prognostizierten Fördermengen ebenfalls von entscheidender Bedeutung; diese hatten sich größtenteils nicht immer erfüllt, gleichwohl die hierfür verantwortlichen Gründe nicht genauer dargelegt werden, analysetechnisch aber auf schwierige Entwicklungsprojekte zurückzuführen ist, die zukünftig nicht mehr im Investitionsfokus stehen werden.

Es ist nochmals herauszustellen, dass das Restrukturierungskonzept in seiner Gesamtheit auf ein antizyklisches Kapitalerhöhungsinvestment und auf eine Verlustminimierungsstrategie ausgerichtet ist. Daher werden zukünftig prognostizierte Gewinne nur auf die Kapitalerhöhungsbeiträge geleistet,

um die eingetretenen Buchverluste aufzufangen. Mit einem Totalüberschuss ist allerdings insgesamt nicht mehr zu rechnen. Allerdings ist zu bedenken, dass sich bei den heutzutage sehr günstig einzukaufenden Ölquellen ein Basiseffekt zu Nutze gemacht werden kann, der darin besteht, dass sich jeder pro Fass Rohöl mehrerlöste Dollar überproportional in der Gewinnrechnung niederschlagen wird. Für die Kapitalrückführung entscheidend wird auch hier der Verkaufserlös sein. Dabei wird für die Verdreifachung des Kapitalerhöhungsbeitrages lediglich ein Rohölfasspreis von 70 US-\$ benötigt, der sich auf Grund der vorangegangenen Darstellung als erzielbar einstellen sollte.

Widmet man sich weiteren Punkten des Restrukturierungskonzeptes, so darf konstatiert werden, dass die Bündelung der Fondsgeschäftsführung für die Entlastung der Kostenstruktur als positiv zu bewerten ist. Kehrseite dieser Medaille sind -auch vor dem Hintergrund der anberaumten Fusionierung einiger Fondsgesellschaften- Einnahmeverwässerungseffekte, Quersubventionierungen und ein gewisses Maß an Intransparenz, da das Konzept einer Pooling-Lösung auch später weiterhin verfolgt wird. Lobenswert ist hingegen die Tatsache, dass nicht ausschließlich die Anleger einen Beitrag zur Fondsstabilisierung leisten sollen, sondern die Geschäftsführung ihrerseits bereits auf Gebühren verzichtet, diese signifikant reduziert oder niedriger pauschaliert hat. Zum Zwecke der Transparenz und größeren Kalkulationssicherheit wurden die laufenden Kosten bereits für die nächsten drei Jahre abschließend dotiert, gleichwohl diese Vorschüsse bei einer (Teil-)Insolvenz der zur KSH Gruppe gehörenden Unternehmen überwiegend verloren gehen dürften. Davon wird aber nicht ausgegangen, da ansonsten das ganze Restrukturierungskonzept keinen Sinn mehr machen dürfte.

Für Öl- und Gasfonds typisch sind die generell hohen Kostenbelastungen, weswegen die Investitionsquote bei dem initialen Fondsangebot gerade einmal bei rund 78 % lag. In dem vorliegenden Konzept finden sich eine ähnliche Investitionsquote für Neuinvestitionen wieder, gleichwohl hierbei bedacht werden muss, dass vorher bereits auch noch Altverbindlichkeiten getilgt werden müssen, so dass sich ohne diese Notwendigkeit eine höhere Investitionsquote ergeben würde. Zu fragen bleibt lediglich, ob eine erneute Vermittlungscourtage im Rahmen der Kapitalerhöhung gewährt werden muss oder ob das Geld nicht lieber substanzerhöhend angelegt werden sollte.

Insgesamt lässt sich im Allgemeinen ein durchdachtes Investmentkonzept und im Speziellen ein nachvollziehbarer Restrukturierungsansatz ausmachen. KSH ist dabei in der Anlegerkommunikation beim Aufkommen der Probleme offen und transparent vorgegangen. Selbstkritische Töne sind dabei deutlich herauszuhören gewesen. Zur Stabilisierung des Fonds wird nun ein erhöhtes Engagement an den Tag gelegt, flankiert durch eigene Unternehmensbeiträge in Form von Kostenreduktionsmaßnahmen, Know-How und Netzwerk. Dadurch ergibt sich ein schlüssiges und belastbares Restrukturierungskonzept.

Den finanziellen Aufwand, den die Anleger dabei leisten müssten, gestaltet sich mit 18% der ursprünglichen Anlagesumme und einer Laufzeit bis 2019/2020 als überschaubar. Der alternative Lösungsweg des Verkaufs der noch verbliebenen Quellen macht in der jetzigen Marktphase bei gleichzeitiger Nichtwahrnehmung antizyklischer Investitionsoportunitäten weniger Sinn und würde unweigerlich zu hohen Kapitalverlusten führen. Da gemäß obigen Ausführungen eine reelle Möglichkeit eines sich nur leicht stabilisierenden Ölpreises besteht, welcher für das Restrukturierungskonzept aber absolut ausreichend ist, sollte der operative Weiterbetrieb favorisiert werden.

**LSI Rating zum KSH Energy Fund II & III Restrukturierungskonzept: gut -**