

---

# IMMOBILIEN ZEITUNG

## FACHZEITUNG FÜR DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT

---

Ein Beitrag aus der Immobilien Zeitung Nr. 25/09 vom 25.6.2009  
[www.immobilien-zeitung.de](http://www.immobilien-zeitung.de)

GESCHLOSSENE FONDS

## Worauf es bei Leistungsbilanzen ankommt

Wer sich mit geschlossenen Fonds befasst, tut sich meist schwer mit der Einschätzung, welcher Fonds was taugt. Bei der Betrachtung des Initiators ist es nicht anders, obwohl die meisten alljährlich eine Leistungsbilanz vorlegen. Nicht alle Leistungsbilanzen jedoch geben hinreichend Aufschluss über Erfolg oder Misserfolg der Fonds. Auch viele herumgeisternde Bewertungen solcher Bilanzen durch selbsternannte Analysten helfen kaum weiter, da die angelegten Kriterien mitunter höchst merkwürdig anmuten. Anders Hans-Peter Walter-Kugler. Er hat sich bei seiner Analyse von Leistungsbilanzen auf einen Aspekt beschränkt. Der Vermögensberater beschreibt, wie er bei seiner Qualitätsprüfung manches Erstaunliche zu Tage förderte.

Eine Leistungsbilanz ist aussagefähig und bewertbar, wenn sie Einnahmeüberschüsse, Tilgungen, Ausschüttungen und Liquiditätsreserven für das vorangegangene Geschäftsjahr und kumuliert seit Emission darstellt. Alleine für sich betrachtet bewertbar ist nur der Einnahme- bzw. Betriebsüberschuss. Auf ihn konzentrieren wir uns bei den nachfolgenden Betrachtungen zu den Leistungsbilanzen der Initiatoren, die im Verband Geschlossene Fonds (VGF) vereint sind.

Die Leistungsfähigkeit der dem VGF angehörenden Emissionshäuser ist weit gespannt. Branchen-Vorbilder sind ebenso vertreten wie Initiatoren, die nicht überzeugen. 41 Leistungsbilanzen waren im Frühjahr 2009 auf [www.leistungsbilanzportal.de](http://www.leistungsbilanzportal.de) downloadfähig. Sie enthalten insgesamt 2.678 Fonds (572 davon aufgelöst). Hiervon sind 1.861 bewertbar. Das heißt, es gibt einen Soll-Betriebsüberschuss, der von Emission an bis zum Leistungsbilanzstichtag im Prospekt prognostiziert ist und der mit den Ist-Daten verglichen werden kann. Bei den anderen Fonds endet zum Beispiel die Prognoserechnung im Prospekt vor dem Jahr 2007, aber der Fonds läuft noch. Oder der Fonds ist noch in der Platzierung. Oder es ist gar keine Prognose vorhanden (Blindpool/Dachfonds). Oder die Ist-Daten werden nicht mit Prospektaten, sondern mit zwischenzeitlich erstellten neuen Planzahlen verglichen.

### 35% der Fonds laufen unter Plan

Für die bewertbaren 1.861 Fonds wurde eine Toleranz definiert: ein Prozent pro Laufzeitjahr. Das heißt, ein Fonds, der

seit vier Jahren läuft, darf einen um bis zu 4% höheren oder niedrigeren Betriebsüberschuss haben und liegt trotzdem noch „im Plan“. Ein Fonds, der bereits seit 18 Jahren läuft, darf dementsprechend einen um bis zu 18% höheren oder niedrigeren Betriebsüberschuss haben und liegt auch noch „im Plan“. Erst bei Überschreiten dieser Toleranzgrenze nach oben oder unten liegt der Fonds „über Plan“ oder „unter Plan“.

Zugegeben, die Toleranz ist großzügig gesteckt. Aber gar keine Toleranz würde zu einem ziemlich düsteren Bild führen und ein pauschaler Wert von 3% oder 5% wird der mit wachsender Laufzeit zunehmenden Prognoseungenauigkeit nicht gerecht. Bei einer unternehmerischen Beteiligung darf eine gewisse Schwankung auch als normal angesehen werden. Mit dieser Vorgehensweise sieht das Ergebnis über alle Fondssegmente so aus: 31% liegen über Plan, 34% der Fonds laufen im Plan und 35% performen unter Plan.

### Einnahmeüberschuss als Kriterium

Im Fondssegment Immobilie tummeln sich die meisten VGF-Initiatoren. 27 Emissionshäuser bieten deutsche Immobilienfonds an, 28 haben internationale Immobilienfonds im Programm. Die meisten Leistungsbilanzen liefern die für eine Auswertung notwendigen Daten (in der Regel per 31. Dezember 2007). Doch es gibt Ausnahmen: So veröffentlichen SAB und Doba 2009 erst Zahlen zum Jahr 2005. Dabei sind die Zahlen von Doba nicht bewertbar. Hier werden auf einer DIN-A4-Seite nur die Ausschüttungen und Darlehensstände präsentiert. Angaben zum Einnahmeüberschuss und zur Liquiditätsreserve sucht man vergebens.

Auffallend ist im Bereich Immobilie, dass die klassischen Leasingfonds in der Vergangenheit am besten einschätzbar waren – nur 2% liegen unter Plan. Im Segment Auslandsimmobilienfonds liegen 28% der untersuchten Fonds unter Plan, und bei den unternehmerisch geprägten deutschen Immobilienfonds sind es immerhin 42%. Vier von zehn deutschen Immobilienfonds laufen also zu irgendeinem Zeitpunkt während der Betriebsphase deutlich unter den Erwartungen. Das sollte ein Vermittler genauso wie ein Anleger vor einem Investment wissen.

Die Prospekte der Fonds, die in den Leistungsbilanzen dargestellt werden und bereits vollständig platziert wurden, sind in der Regel im Internet nicht auffindbar. Zwei wichtige konzeptionelle Fragen können aber nur mit dem Emissionsprospekt beantwortet werden: Mit welchen Investitionsgraden

arbeitet ein Emissionshaus? Und: Wird die in der Investitionsphase vom Anleger einbezahlte Liquiditätsreserve während der Betriebsphase für die Subventionierung der Ausschüttung verplant? Der Bitte um Zusendung der Prospekte sofort nachgekommen sind nur wenige VGF-Initiatoren wie etwa DBM, KGAL und Wealthcap. Der Großteil reagierte erst auf das zweite und dritte Schreiben – und auch hier nicht immer vollständig. BVT sandte von über 100 in der Leistungsbilanz beschriebenen Fonds gerade einmal sieben Prospekte. Überhaupt nicht reagierten Doba, DSE, HHH, IVG und SAB. AXA Merckens, DIL und Hannover Leasing teilten immerhin mit, dass ein Prospektversand nicht notwendig sei, weil alle wichtigen Daten in der Leistungsbilanz enthalten seien. HGA stellte sich darüber hinaus die Frage, ob die Emissionsprospekte gar nur mit Zustimmung der Gesellschafterversammlung ausgehändigt werden dürfen. Dass es auch unkomplizierter geht, beweisen Commerz Real, ILG und Nordcapital: Die Prospekte sind auf der jeweiligen Homepage als PDF abrufbar.

Aus 1.075 zur Verfügung gestellten Prospekten aller Fondssegmente geht Positives hervor: Die Investitionsgrade liegen in 71% der Fälle über 85%. Ein Fünftel der Fonds kam noch auf Werte von über 80%, und nur 9% der Fonds investierten weniger als 80%. Im Bereich Immobilie gibt es große Unterschiede. So haben nur 57% der deutschen unternehmerischen Fonds Investitionsgrade von über 80%. Deutsche Immobilien-Leasingfonds stehen besser da: Alle Fonds dieser Art weisen einen Investitionsgrad von über 80% auf, bei internationalen Immobilienfonds sind es immerhin 95% der Angebote.

### **Eher negativ: BVT, DCM, SAB, SHB**

Eine Liquiditätsreserve ist in 874 der vorliegenden Prospekte im Investitionsplan vorgesehen. Anhand der Prognoserechnung kann man überprüfen, ob dieser Wert aus der Investitionsphase unterschritten wird. Das beantwortet die Frage, ob Anlegergeld für die Subventionierung der Ausschüttung prognosegemäß verplant wird. Ist das so, sollte im Investitionsplan besser „Ausschüttungsreserve aus Anlegergeld“ stehen, denn die Liquiditätsreserve soll ein Notgroschen sein. Doch die „Glättung“ von Ausschüttungen durch den Griff in die Liquiditätsreserve gehört zur Normalität. 35% der Fonds verbrauchen mehr als die Hälfte der Liquiditätsreserve. Ein Viertel der Fonds begnügt sich mit dem Abbau von maximal der Hälfte. Und nur 40% der 874 Fonds tasten die Liquiditätsreserve gar nicht an. Die Botschaft der Initiatoren: Wenn der Einnahmeüberschuss für die gewünschte Ausschüttungshöhe nicht ausreicht, bedienen wir uns bei der Liquiditätsreserve, die der Anleger einbezahlt hat.

Welche Rückschlüsse lässt diese Zahlenvielfalt aus Prospekten und Leistungsbilanzen zu? Zunächst einmal diesen: Sel-

ber lesen macht schlau. Wer geschlossene Fonds vertreibt oder vertreiben möchte, muss gewappnet sein. Das Lesen von Prospekten, Leistungsbilanzen und Prospektprüfungsgutachten ist Pflicht. Keine Analyse – und sei sie vermeintlich noch so unabhängig – kann diesen Prozess ersetzen. Selbst mit einer großzügigen Toleranz zeigen 35% der Fonds aller Segmente beim Betriebsüberschuss deutliche Abweichungen nach unten. Das ist an sich noch nicht verwerflich – immerhin handelt es sich um unternehmerische Beteiligungen. Aber der Berater und der Kunde müssen es wissen, um sich darauf vorzubereiten.

### **Eher positiv: DFH, KGAL, LHI**

Ein Beispiel soll verdeutlichen, wie unterschiedlich selbst recherchierte Daten im Verhältnis zu Formulierungen von Analysten klingen können. Ein Analysehaus schreibt: „Der Betriebsüberschuss in Euro erfüllt 99,5% der Ursprungserwartungen.“ Das klingt nach niedrigem Risiko. Liest man die Leistungsbilanz selbst, stößt man auf folgendes Ergebnis: Die Betriebsüberschüsse von 42% der Fonds liegen über Plan, 15% der Fonds laufen im Plan und in 43% der Fälle entwickeln sich die Betriebsüberschüsse unter Plan. Vermutlich sind also 43 von 100 Anlegern nicht zufrieden. Im Durchschnitt betrachtet kann man aber tatsächlich – wenn man möchte – von einer annähernd 100%igen Zielerreichung sprechen.

Und noch ein Rückschluss ist möglich: Ein niedriger Investitionsgrad macht einen Fonds anfälliger für negative Abweichungen in der Betriebsphase. Wie erwähnt, liegen die Investitionsgrade im Segment unternehmerischer Inlands-Immobilienfonds häufig unter 80%. Deshalb findet man Beispiele für negative Abweichungen bei niedrigem Investitionsgrad in den Leistungsbilanzen und Prospekten von Initiatoren, die nur dieses Segment besetzen oder dort ihren Ursprung haben. Darunter sind BVT, DCM, SAB und SHB. Mit überdurchschnittlich guten Leistungsbilanzen, hohen Investitionsgraden, soliden Liquiditätsreserven und transparenter Kommunikation aufgefallen sind dagegen u.a. Commerz Real, Deutsche Fonds Holding (DFH), Jamestown, KGAL, LHI, Rreef und Wealthcap. (bb)

*Der Autor: Hans-Peter Walter-Kugler ist Vermögensberater und Geschäftsführer der Fazit GmbH in Altusried. Als Referent bietet er das „Prospektcheck-Seminar“ an, das er u.a. in der HCI-Akademie angeboten hat. Seit 1999 veröffentlicht er von Zeit zu Zeit Artikel über geschlossene Fonds (u.a. in Performance und bei Das Investment).*

**„Statt Liquiditätsreserve sollte im Investitionsplan besser Ausschüttungsreserve aus Anlegergeld stehen.“**

**Hans-Peter Walter-Kugler**



BILD: WALTERKUGLER