

Pflichtlektüre für den Vertrieb

Wie Leistungsbilanzen und Prospekte bei der Beteiligungsauswahl helfen.

Ein Gewerkschaftsmitglied bei Vermögensfonds
[AL 3 E: 2247000]

Investitionswert der Vermögensfonds
[AL 3 E: 2247007]



Finanzvertriebe haben ständig die Qual der Wahl. Mehrere Hundert geschlossene Fonds machen sich jedes Jahr hübsch und wollen platziert werden. Doch welchem Emissionshaus kann man guten Gewissens das Geld seiner Anleger anvertrauen? Bevor man die Antwort auf diese Frage in Analysen sucht, sollte man Prospekte und Leistungsbilanzen selbst lesen. PERFORMANCE-Autor Hans-Peter Walfer-Kugler hat sich bei den VGF-Initiatoren umgeschaut. Jedes Jahr im ersten Quartal findet unter Analysehäusern ein

Wettlauf um die beste und am schnellsten erstellte Marktanalyse zum Beteiligungsmarkt statt. Feri, Scope, Cash, VGF und andere liefern viele Statistiken und Diagramme. Wie viele Beteiligungen wurden von welchem Initiator in welchem Segment platziert? Welche Veränderungen zu den Vorjahren sind feststellbar? Wie groß sind die Zeichnungssummen und wie alt sind die Zeichner? Sind es mittlerweile mehr weibliche? Und wo leben Sie? Auf all dies und noch viel mehr werden Antworten geliefert.

Auf den Punkt gebracht

- Betriebsüberschuss jedes dritten geschlossenen Fonds unter Plan.
- Weichkosten bei VGF-Initiatoren überwiegend anlegerfreundlich.
- Prospekte und Leistungsbilanzen lesen ist Aufgabe des Vertriebes.

Doch welchen Nutzen zieht der Vertrieb aus all diesen Informationen? Ist ein Fondssegment besonders vertrauenswürdig, weil im vergangenen Jahr sich alle darauf gestürzt haben? Ist ein Initiator qualitativ auf dem absteigenden Ast, weil er letztes Jahr wenig Eigenkapital eingeworben hat? Nein, diese qualitativen Rückschlüsse sind nicht möglich. Für den Vertrieb stellt sich aber täglich die Frage, welchen Fonds von welchem Initiator man guten Gewissens vertreiben kann.

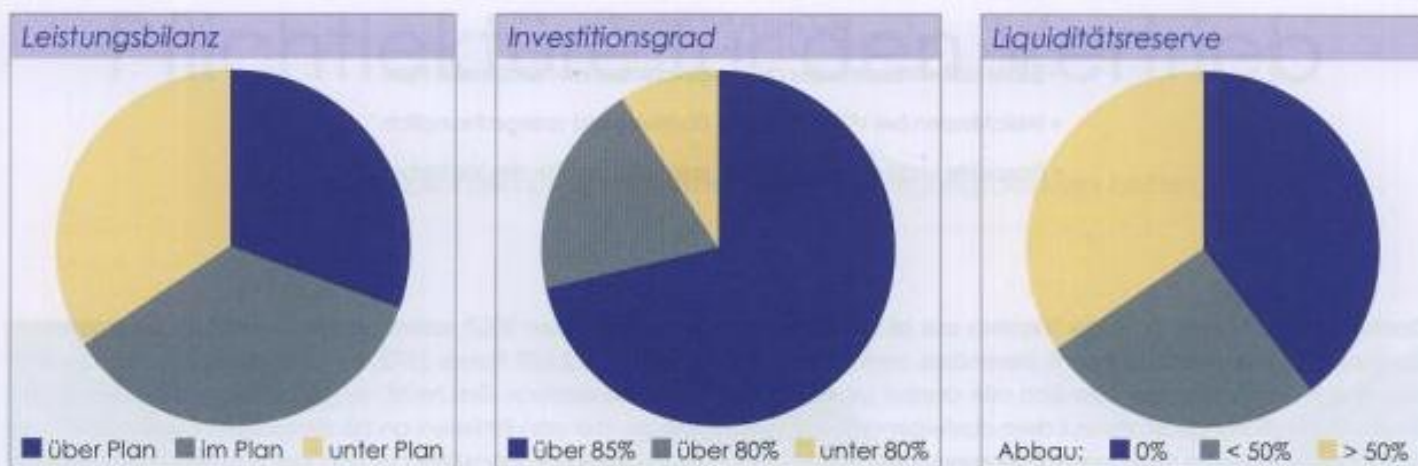
Auf der Suche nach der Antwort auf diese Frage kann das Lesen von Leistungsbilanzen hilfreich sein. Möglicherweise liefern die Erfolge bisheriger Fondsprojekte einen Anhaltspunkt auf der Suche nach seriösen Emittenten. Deshalb werfen wir in diesem Beitrag einen Blick in die Leistungsbilanzen der Initiatoren, die im VGF (Verband Geschlossene Fonds) vereint sind. Eine Leistungsbilanz ist aussagefähig und bewertbar, wenn sie die Einnahmeüberschüsse, die Tilgungen, die Ausschüttungen und die Liquiditätsreserven für das letzte Geschäftsjahr und kumuliert seit Emission darstellt. Die einzig für sich alleine schon bewertbare Zahl ist dabei der Einnahmeüberschuss, aus dem Tilgung, Ausschüttung und Liquiditätsreserve bedient werden. Deshalb betrachten wir in den Leistungsbilanzen der VGF-Initiatoren bei jedem Fonds hier nur die kumulierten Betriebsüberschüsse. Anschließend prüfen wir anhand der Prospekte zu den in den Leistungsbilanzen abgebildeten Fonds die Höhe der Investitionsquote und gehen der Frage nach, ob die Liquiditätsreserve aus der Investitionsphase in der Betriebsphase zur Subventionierung der Ausschüttung verwendet wird. Und hoffen, dass die Leistungsbilanzauswertung sowie die Information über eine anlegerorientierte Kostenstruktur und Liquiditätsreservenverwendung bei der Beantwortung unserer Frage helfen.

Die Leistungsfähigkeit der dem VGF angehörenden Emissionshäuser ist weit gespannt. Branchen-Vorbilder sind ebenso vertreten wie Initiatoren, die nicht überzeugen. Neben den Zahlen aus Leistungsbilanzen und Prospekten hinterließ auch das Kommunikationsverhalten – die Transparenz – einen Eindruck. Doch bleiben wir zunächst bei den 41 Leistungsbilanzen, die im Frühjahr 2009 auf www.leistungsbilanzportal.de downloadfähig waren. Die überwiegend

per Dezember 2007 erstellten Leistungsbilanzen 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 realen Ist-Daten verglichen werden kann. Bei den anderen Fonds konnte kein konkreter Vergleich gezogen werden, weil entweder die Prognoserechnung im Prospekt vor dem Jahr 2007 endet, der Fonds aber immer noch läuft, oder es wurde ein Investitionsobjekt von mehreren aus einem Fonds verkauft. Oder der Fonds ist noch in der Platzierung. Oder er wurde im Leistungsbilanzjahr aufgelöst, aber die Liquidation ist noch nicht vollständig abgeschlossen. Oder es ist gar keine Prognose vorhanden (Blindpool/Dachfonds). Oder die Ist-Daten werden nicht mit Prospekt Daten verglichen, sondern mit zwischenzeitlich erstellten neuen Planzahlen.

Bitte ein bisschen Toleranz

Für die bewertbaren 1.861 Fonds aus allen Segmenten wurde nun eine Toleranz definiert: ein Prozent pro Laufzeitjahr. Das heißt, ein Fonds, der seit vier Jahren läuft, darf einen um bis zu vier Prozent 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 Prozent 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 drei oder fünf Prozent wird der mit wachsender Laufzeit zunehmenden Prognoseungenauigkeit nicht gerecht. Und bei einer unternehmerischen Beteiligung darf eine gewisse Schwankung auch als normal angesehen werden. Mit dieser Vorgehensweise sieht das Ergebnis über alle Fonds so aus: 31 Prozent liegen über Plan, 34 Prozent der Fonds laufen im Plan und 35 Prozent der Beteiligungen performen unter Plan.



Ende 2008 haben die meisten Initiatoren ihre Leistungsbilanzen per 31. Dezember 2007 veröffentlicht. In Ausnahmefällen wie bei Bluecapital und HFS waren 2006er-Zahlen verfügbar, weil die komprimierte Leistungsbilanz unter dem Namen Wealthcap noch in Vorbereitung war. SAB und Doba veröffentlichen in 2009 immer noch Zahlen aus 2005. Leider sind die Zahlen von DOBA nicht bewertbar. Hier werden auf einer DIN-A4-Seite von den für eine Leistungsbilanzauswertung notwendigen Daten nur die Ausschüttungen und Darlehensstände präsentiert. Angaben zum Einnahmeüberschuss und zur Liquiditätsreserve sucht man vergebens. Das Fondssegment, in dem sich die meisten Initiatoren tummeln, ist der Immobilienfonds. 27 VGF-Mitglieder bieten deutsche Immobilienfonds an. Internationale Immobilienfonds haben 28 Initiatoren im Programm. Stärkstes Segment nach der Immobilie ist der Schiffsfonds mit 19 Initiatoren, gefolgt von Private Equity mit 16 Emissionshäusern. Auffallend ist, dass die klassischen Leasingfonds in der Vergangenheit sehr gut einschätzbar waren. Nur zwei Prozent der deutschen Immobilien-Leasingfonds liegen per 31. Dezember 2007 unter Plan. Bei den unternehmerisch geprägten deutschen Immobilienfonds sind es immerhin 42 Prozent. 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. Und darüber hinaus bedenken, dass es sich um Durchschnittswerte handelt. Das heißt, es gibt in diesem Segment auch Initiatoren, die schlechtere oder bessere Werte aufweisen.

Bei Schiffsfonds entwickeln sich per Dezember 2007 47 Prozent der Beteiligungen unter Plan. Annähernd jeder zweite Schiffsfonds erwirtschaftet somit Einnahmeüberschüsse, die spürbar von den Prospektaten nach unten abweichen.

Getoppt werden diese Zahlen vom Segment Windenergiefonds. Von den wenigen ermittelten Beteiligungen liegen nur 13 Prozent im oder über Plan. Ganz anders die Solarfonds: 100 Prozent über Plan. Der Haken an diesem tollen Ergebnis: In allen Leistungsbilanzen sind nur vier Solarfonds dargestellt und nur zwei davon sind bewertbar. Bleibt zu hoffen, dass auch in Zukunft nur wenig neue Solarfonds aufgelegt werden und diese sich ebenso erfolgreich wie ihre Vorbilder entwickeln.

Schweigen ist nicht immer Gold

Diese Ergebnisse kann jeder Interessierte anhand der Leistungsbilanzen selbst nachvollziehen. Die pdf-Versionen findet man auf der Homepage des VGF oder direkt bei den Initiatoren. Was man dort selten findet, sind die Prospekte der Fonds, die in den Leistungsbilanzen dargestellt werden. Zwei wichtige konzeptionelle Fragen können aber nur mit dem Emissionsprospekt beantwortet werden: Mit welchen Investitionsgraden arbeitet ein Emissionshaus? Und wird die vom Anleger einbezahlte Liquiditätsreserve aus der Investitionsphase während der Betriebsphase für die Subventionierung der Ausschüttung verplant? Wir wollten es wissen und haben deshalb im Januar 2009 alle VGF-Initiatoren, die eine Leistungsbilanz veröffentlichten, gebeten, uns eine CD mit allen Prospekten der bisher aufgelegten Fonds zuzusenden. Von 40 Bitten wurde rund ein Viertel sofort erhört. Die Hälfte der VGF-Initiatoren reagierte erst auf das zweite und dritte Schreiben im Februar und März 2009. Und das letzte Viertel hat entweder überhaupt nicht reagiert oder mitgeteilt, dass ein Prospektversand nicht erfolgen wird. Zwei Initiatoren waren sogar der Meinung, man müsse erst prüfen, ob die Emissionsprospekte

nur mit Zustimmung der Gesellschafterversammlung ausgehändigt werden dürfen. Dass es auch unkomplizierter geht, beweisen CFB, ILG und Nordcapital: Die Prospekte sind auf der jeweiligen Homepage downloadfähig.

Da einige Initiatoren gar keine und einige nur einen Teil ihrer Prospekte zur Verfügung stellten, umfasste die Auswahl 1.075 Prospekte. Das Positive vorweg: Die Investitionsgrade lagen in 71 Prozent der Prospekte über 85 Prozent. Ein Fünftel der Fonds kam noch auf Werte von über 80 Prozent und nur neun Prozent der Fonds investierten weniger als 80 Prozent. Innerhalb der Fondssegmente kommt es natürlich zu Abweichungen von den übergeordneten Durchschnittswerten. So weisen immerhin 43 Prozent der deutschen unternehmerischen Immobilienfonds Investitionsgrade von unter 80 Prozent auf. Hingegen liegt der Investitionsgrad bei deutschen Immobilien-Leasingfonds immer über 80 Prozent. Annähernd ähnlich gute Werte findet man auch bei internationalen Immobilien und Schiffen vor.

In 874 der vorliegenden Prospekte ist eine Liquiditätsreserve im Investitionsplan vorgesehen. Anhand der Prognoserechnung kann man überprüfen, ob dieser Wert aus der Investitionsphase unterschritten wird. Wenn ja, wird Anlegergeld für die Subventionierung der Ausschüttung prognosegemäß verplant. Die Liquiditätsreserve soll aber ein „Notgroschen“ sein. Besser wäre dann im Investitionsplan die Bezeichnung „Ausschüttungsreserve aus Anlegergeld“. Die „Glättung“ von Ausschüttungen durch den Griff in die Liquiditätsreserve gehört aber zur Normalität. Nur 40 Prozent der 874 Fonds tasten die Liquiditätsreserve nicht an. Ein Viertel der Fonds begnügt sich mit dem Abbau von maximal der Hälfte und immerhin 35 Prozent der Fonds verbrauchen mehr als die Hälfte der Liquiditätsreserve aus der Investitionsphase. Die Botschaft der Initiatoren: Wenn der Einnahmeüberschuss für die gewünschte Ausschüttungshöhe nicht ausreicht, bedienen wir uns bei der Liquiditätsreserve, die der Anleger einbezahlt hat. Stellen Sie sich so etwas bei offenen Investmentfonds vor!

Eigenanalyse hilft am meisten

Welche Rückschlüsse lässt diese Zahlenvielfalt aus Prospekten und Leistungsbilanzen zu? Zunächst einmal diesen: Selber 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. Die Prüfung der wirtschaftlichen Tragfähigkeit und der Plausibilität eines Fondskonzeptes obliegt demjenigen, der

den Kunden berät. Selbst mit einer großzügigen Toleranz zeigen über ein Drittel der Fonds beim Betriebüberschuss 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.

Ein Beispiel soll verdeutlichen, wie unterschiedlich selbst recherchierte Daten im Verhältnis zu Formulierungen von Analysten klingen können: Der Fondsanalyst schreibt: „99,5 Prozent der Betriebsüberschüsse erreichen die Ursprungsplanungen.“ Das klingt nach einem sehr niedrigen Risiko, oder nicht? Liest man die zugrunde liegende Leistungsbilanz selbst, stößt man auf folgendes Ergebnis: Die Betriebsüberschüsse von 42 Fonds liegen über Plan, von 15 Fonds im Plan und von 43 Fonds aber unter Plan! Das heißt 43 von Hundert Anlegern sind vermutlich nicht zufrieden. Im Durchschnitt betrachtet kann man aber tatsächlich – wenn man möchte – von einer annähernd hundertprozentigen Zielerreichung sprechen.

Eine weitere Erkenntnis ist möglich: Ein niedriger Investitionsgrad macht einen Fonds anfälliger für negative Abweichungen in der Betriebsphase. Je älter die Fonds sind, desto mehr lässt sich dieser Rückschluss belegen. Interessant ist in diesem Zusammenhang, zu welchem Datum die Leistungsbilanzdaten gesammelt wurden. Im Normalfall erscheinen Leistungsbilanzen ab September eines Jahres zum 31. Dezember des Vorjahres. Erscheint eine Leistungsbilanz z. B. von einem Anbieter von Zweitmarktfonds bereits im März oder April des Jahres, ist zu prüfen, ob die Daten der Zielfonds noch vom Vor-Vorjahr sind.

Insgesamt fielen bei der Sammlung der genannten Daten einige Initiatoren mit überdurchschnittlich guter Leistungsbilanz, meist hohen Investitionsgraden und soliden Liquiditätsreserven sowie großer Transparenz auf. Hierzu zählen unter anderen: CFB Commerzreal, DFH Deutsche Fonds Holding, Jamestown, KGAL, LHI, RREEF, Sachsenfonds und Wealthcap. Zum Teil sind die Erfolge der genannten Häuser häufig Leasingkonzeptionen zu verdanken. Bei den Emissionshäusern, die vorwiegend unternehmerisch konzipieren, kann eine Reihe von Initiatoren dem guten Durchschnitt zugeordnet werden. Um einige Namen zu nennen: AXA Merkens, Dr. Peters, Fondshaus Hamburg, HCI, ILG, MPC, Nordcapital, US Treuhand und Wölbern Invest.

Hans-Peter Walter-Kugler

Hans-Peter Walter-Kugler ist Vermögensberater und Geschäftsführer der Fazit GmbH in Altusried. Seit 1999 schreibt er Artikel über geschlossene Fonds (u. a. für PERFORMANCE). Als Referent bietet er das „Prospektcheck-Seminar“ an, das u. a. erfolgreich im Rahmen der HCI-Akademie durchgeführt wurde.