

## Indirekte Immobilienanlagen

# Leistungsbilanzen – Prüfsteine für die Anleger

Markus Derkum

**Anbieter Geschlossener Fonds werben Eigenkapital der Anleger gern mit Prospekten ein, in denen attraktive Ausschüttungen und Renditen für die Zukunft in Aussicht gestellt werden. Die entscheidende Frage ist jedoch, ob diese Prognosen später auch tatsächlich eintreffen oder ob sie verfehlt werden. Darüber geben so genannte Leistungsbilanzen Auskunft. Da aber auch diese nicht ohne weiteres zu „lesen“ sind, bemüht sich der Autor um die Auflistung einiger hilfreicher Kriterien. (Red.)**

Für Profis ist die Leistungsbilanz das wichtigste Beurteilungskriterium für die Leistungsfähigkeit eines Fondsinitiators. Allerdings bedarf es einer gewissen Übung, um eine Leistungsbilanz richtig zu verstehen und zu analysieren. Für den durchschnittlichen Anleger sind bedeutende Unterschiede zwischen den Leistungsbilanzen oft nicht auf den ersten Blick erkennbar.

### „Lesehilfe“ erforderlich

Deshalb ist eine „Lesehilfe“ für eine Leistungsbilanz sinnvoll. Die Leistungsbilanz enthält eine Fülle von Daten, und stets geht es darum, die Prognosen aus dem ursprünglichen Emissionsprospekt dem tatsächlichen Verlauf der Beteiligung gegenüberzustellen. Verglichen werden die Einnahmen und die Ausgaben des Fonds, die Ausschüttungen, der Stand der Liquiditätsreserve und der Stand der Tilgung des Fremdkapitals.

Manchmal wird eine einzige Kennzahl, beispielsweise die Ausschüttungen von Fonds, in den Mittelpunkt gerückt. Diese Kennzahl kann jedoch täuschen. So werden beispielsweise nicht selten die Ausschüttungen von Fonds in hohem Maße aus der Liquiditätsreserve subventioniert und nicht beziehungsweise nur zum Teil aus Mieterträgen erwirtschaftet. Dieses Beispiel zeigt, dass eine isolierte Kennzahl nicht ausreichend ist, um sich ein zutreffendes Bild vom Verlauf des Fonds zu machen.

Positiv beurteilt werden Leistungsbilanzen dann, wenn die tatsächlich erzielten wirtschaftlichen Ergebnisse überwiegend so gut – oder möglicherweise sogar besser waren – wie das, was dem Anleger ursprünglich in Aussicht gestellt

wurde. Natürlich kann es gute Gründe für negative Abweichungen geben, diese müssen jedoch eingehend erläutert werden.

Geschlossene Fonds sind unternehmerische Beteiligungen und keine Wertpapiere, bei denen eine bestimmte Verzinsung garantiert ist. Wer beispielsweise in den neunziger Jahren Fondsimmobilen in den neuen Bundesländern erworben hat, konnte in der Regel die seinerzeit erwarteten Prognosen nicht erfüllen, da der Markt sich hier viel schlechter entwickelte als erwartet. Eine negative Abweichung von Soll- und Ist-Werten muss also nicht unbedingt gegen den Initiator eines Fonds sprechen.

Andererseits ist ein positiver Verlauf der Fonds keineswegs ein sicherer Indikator für die Leistungsfähigkeit eines Initiators. Wer heute beispielsweise im Rahmen einer Sale-and-lease-back-Transaktion das Firmengebäude eines bedeutenden Unternehmens erwirbt und einen Mietvertrag über 15 Jahre abschließt, der wird aller Voraussicht nach die kommenden 15 Jahre eine gute Leistungsbilanz für diesen Fonds veröffentlichen können, weil er mit einem stabilen Cash-Flow aus der Vermietung an einen bonitätsstarken Mieter rechnen kann.

Doch wird es ihm auch gelingen, nach Auslaufen des Mietvertrages eine Vermietung zu ähnlichen Konditionen zu erzielen? Ist das Objekt drittverwen-

dungsfähig, wenn der Mieter ausziehen sollte? Und vor allem: Zu welchem Preis kann er die Immobilie in der Zukunft verkaufen? Die letzte Frage bestimmt ja ganz entscheidend, ob der Anleger sein eingesetztes Eigenkapital zurückerhält oder nicht.

### Ausschüttung ist nicht gleich Rendite

Leider werden von Laien nicht selten die laufenden Ausschüttungen eines Fonds mit der Rendite verwechselt. Die laufenden Ausschüttungen sind jedoch nur eine Komponente der Rendite. Wie gut ein Immobilien-Investment wirklich war, zeigt sich erst am Schluss, beim Verkauf der Immobilie.

Deshalb sind Leistungsbilanzen, die zwar belegen, dass die Ausschüttungen regelmäßig in der prognostizierten Höhe erfolgen, jedoch nur bei wenigen oder gar keinem Fonds das „Gesamtergebnis“ nach Auflösung aufweisen können, nur von eingeschränkter Aussagekraft.

Der Anleger sollte also genauer hinschauen und insbesondere fragen, wie viele der in der Vergangenheit aufgelösten Fonds wieder erfolgreich aufgelöst wurden – und mit welchem Ergebnis für die Anleger. Bei Fonds, die noch nicht aufgelöst wurden, sollte der Anleger neben den Ausschüttungen auch auf die am Zweitmarkt erzielten Preise schauen. Denn in diesen Preisen spiegelt sich in der Regel der Wert der Beteiligung am besten wider.

„Hitlisten“, in denen Leistungsbilanzen nur mit Blick auf Fonds verglichen werden, die sich noch in der Bewirtschaftungsphase befinden, geben deshalb nicht nur keine verlässlichen Informationen für den Anleger, sondern können auch über die Leistungsfähigkeit von Initiatoren täuschen.

### Einholen von unabhängiger Expertise

Da die Analyse von Leistungsbilanzen für den Laien nicht ganz einfach ist, sollte der Anleger, bevor er sich an einem Fonds beteiligt, seinen Berater fragen, ob es Beurteilungen der Leistungsbilanz durch unabhängige und kritische Analysten gibt. Beispielsweise werden in bestimmten Anlegermedien regelmäßig Leistungsbilanzen besprochen. Der Anleger sollte sich diese Besprechungen ausständig lassen.

#### Der Autor

**Markus Derkum** ist Geschäftsführer der Jamestown US-Immobilien GmbH, Köln.

Zudem sollte der Anleger seinem Berater folgende Fragen stellen:

- Ist die Leistungsbilanz nach dem vom Verband Geschlossene Fonds e.V. (VGF) vorgegebenen Standard beziehungsweise nach dem so genannten DFI-Fragenkatalog erstellt? Nur Leistungsbilanzen, die nach diesen Standards erstellt wurden, sind aussagefähig.
- Wird über alle von dem Initiator aufgelegten Fonds informiert oder vielleicht nur über eine bestimmte Auswahl von Fonds? Leider erlaubt es der jüngst verabschiedete Standard S4 des Institutes der Wirtschaftsprüfer auch, nur über eine Auswahl von in der jüngeren Vergangenheit initiierten Fonds zu informieren.

Fonds, die schon vor vielen Jahren platziert wurden, geben aber oft mehr Aufschluss über die Leistungsfähigkeit eines Initiators als solche Fonds, die erst vor wenigen Jahren emittiert wurden.

#### Warnsignale für Anleger

- Wie hoch ist der Anteil der in der Vergangenheit aufgelegten Fonds, die bereits wieder aufgelöst wurden? Und wie sah das „Gesamtergebnis“ für den Anleger aus? Geschlossene Fonds sind zwar langfristige Beteiligungen, jedoch sollte der Anleger dennoch in einem überschaubaren Zeitraum sein eingesetztes Eigenkapital zurückerhalten. Wenn nur wenige Fonds aufgelöst wur-

den, dann kann das entweder daran liegen, dass die Fonds unbefriedigende Ergebnisse erzielen oder aber, dass der Initiator nicht auf seine laufenden Verwaltungsgebühren verzichten will. Beide Gründe sprechen nicht für einen Initiator.

- Gibt es Informationen über die Zweitmarkt-Aktivitäten des Initiators? Ein funktionierender Zweitmarkt ist nicht nur für Anleger wichtig, die sich von ihren Fondsbeteiligungen trennen wollen, sondern ist auch ein Indikator für den Verlauf der bestehenden Fonds. Wird ein Großteil der Fonds zu Preisen gehandelt, die weit unter der ursprünglichen Zeichnungssumme liegen, dann ist das in der Regel kritisch zu bewerten. ■