

Geschlossene Immobilienfonds

Was Ratings für Kapitalanleger leisten können

Helmut Knepel

Aufgrund fehlender Mindeststandards fällt es Anlegern schwer, Geschlossene Fonds zu vergleichen. Hilfestellung wollen Analysten und Ratingagenturen geben, indem sie die Angebote hinsichtlich Risiko, Rendite und Nachhaltigkeit bewerten. Dabei ist es für den Autor wichtig, subjektive Einschätzungen weitgehend auszuschließen und künftige Entwicklungen anhand statistischer Methoden nachvollziehbar zu prognostizieren. Gleichwohl zeigt die aktuelle Kapitalmarktkrise, dass Ratingmodelle Grenzen haben und deshalb allenfalls Anlageentscheidungen unterstützen, aber nicht ersetzen können. (Red.)

Bis vor einigen Jahren handelte es sich bei den Zeichnern Geschlossener Fonds vor allem um Personen mit hohem Einkommen, die in erster Linie an Verlustzuweisungen interessiert waren, um ihr zu versteuerndes Einkommen und somit auch ihre Steuerlast zu reduzieren. Das Steuerspar-Motiv spielt heute allerdings kaum noch eine Rolle, da die Möglichkeiten von Verlustzuweisungen sukzessive abgebaut wurden und mit der Einführung des Paragraphen 15b in das Einkommensteuergesetz nahezu vollständig entfallen sind. Stattdessen achten Anleger heute in erster Linie auf die Wirtschaftlichkeit der Fondsobjekte, auf die Seriosität des Initiators und vor allem auf das Verhältnis zwischen der erzielbaren Rendite und den mit der Fondsbelegung verbundenen Risiken.

Kaum Vergleiche möglich

Dem durchschnittlichen Anleger sind fundierte Bewertungen und Vergleiche verschiedener Angebote allerdings wegen der Komplexität der wirtschaftlichen, steuerlichen und rechtlichen Aspekte von Geschlossenen Fonds kaum möglich. Aus diesem Grunde haben sich Ratings am Markt etabliert, die eine vergleichende Bewertung unterschiedlicher Alternativen ermöglichen, ohne dass sich der Anleger selbst alle dazu notwendigen Fachkenntnisse und Detailinformationen erarbeiten muss.

Wer beispielsweise in eine Immobilie investiert – ob nun direkt oder über einen Geschlossenen Immobilienfonds –, tut dies in aller Regel auf der Basis bestimmter Erwartungen über die künftige Entwicklung. Im Falle eines Geschlossenen Immobilienfonds entwickelt der

Initiator ein Szenario für die angenommene Entwicklung der Investition, das in Form einer Prognoserechnung in den Anlageprospekt einfließt. Die dort getroffenen Annahmen sind ein wesentlicher Aspekt für die Anlageentscheidung eines potenziellen Fondszeichners. Die entscheidende Frage ist daher immer, inwieweit sich diese Prognosen später auch tatsächlich als zutreffend erweisen.

Dabei ist zum Beispiel die wirtschaftliche Entwicklung am jeweiligen Investitionsstandort zu prüfen, die zu mehr als 50 Prozent über die langfristige Wertentwicklung einer Immobilie entscheidet. Wer beispielsweise in eine Büroimmobilie in einer bestimmten Stadt investieren will, muss daher analysieren, wie sich die Parameter entwickeln, die Angebot und Nachfrage am Büromarkt bestimmen.

Die meisten Prognosen sind allerdings methodisch nicht sonderlich anspruchsvoll, weil es sich nur um einfache Fortschreibungen der bisherigen Entwicklungen handelt. Vergangenheitsbezogene Daten werden linear in die Zukunft projiziert. Wie die Erfahrung lehrt, ist dies aber meist keine geeignete Methode, um Aussagen über die Zukunft zu entwickeln. So sind zum Beispiel in einer Stadt, in der die Mieten in den

vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen sind, stagnierende oder fallende Mietpreise in den meisten Fällen sicherlich wahrscheinlicher als ein weiterer Anstieg.

Einen vollkommen anderen Ansatz haben Ratings, die nicht auf linearen Zukunftsforschreibungen, sondern auf wissenschaftlich fundierten Prognosen basieren. Dabei werden in einem Modell Hunderte wirtschaftliche Indikatoren miteinander verknüpft, in denen begründete Annahmen über künftige Entwicklungen getroffen werden. Im Unterschied zu eher „essayistischen“ Fondsanalysen orientiert sich ein solches streng systematisiertes Rating an einem präzise definierten Kriterienkatalog. Der subjektive Ermessensspielraum derjenigen, die die Bewertung vornehmen, wird dabei so weit wie möglich eliminiert, um die objektive Vergleichbarkeit und Nachvollziehbarkeit der Ratingergebnisse zu gewährleisten.

Was zu bewerten ist

Wie kann ein solches objektives Rating konkret aussehen? Idealerweise unterteilt es sich in drei verschiedene Bewertungen: Die größte Bedeutung muss dabei die Bewertung der Fondsobjekte haben, im Falle von Immobilienfonds also der Immobilien. Sie sollte mit 50 Prozent in das Gesamtrating eingehen. Analysiert werden müssen dafür Mietverträge, Attraktivität des Makro- und des Mikrostandortes, die Qualität des Objektes selbst und dessen Wirtschaftlichkeit. Die Fondskonstruktion und die Managementqualität des Initiators werden ebenfalls analysiert und gehen mit 30 Prozent beziehungsweise 20 Prozent in die Bewertung ein.

Durch diese unterschiedlichen Gewichtungen ist gewährleistet, dass die jeweiligen produktspezifischen Eigenschaften des Beteiligungsangebots ebenso wie die für dessen Entwicklung relevanten externen Einflussfaktoren im Rahmen des Ratings stärker berücksichtigt werden als nicht fondsspezifische Aspekte, die sich auf den Initiator allgemein beziehen.

Viele der in Fachmagazinen und Zeitschriften veröffentlichten „Fondsanalysen“ leiden dagegen darunter, dass sie zu sehr auf das Objekt selbst oder auf das vertragliche Rahmenwerk des Fonds abheben, die Bedeutung der Prognose wirtschaftlicher Rahmenbedingungen hingegen nicht angemessen berücksichtigen.

Der Autor

Dr. Helmut Knepel ist Sprecher des Vorstands der Feri Rating & Research AG und Vorstand der Feri Finance AG, Bad Homburg.

Bei der Beurteilung der voraussichtlichen langfristigen Wertentwicklung von Immobilien stützt sich die Feri Rating & Research auf Immobilienstandort-Bewertungen, die regelmäßig für weit mehr als 150 Wirtschaftszentren in Europa, in den USA und in Asien erstellt werden. Sie enthalten Prognosen der für die Wertentwicklung von Büro-, Einzelhandels- und Wohnimmobilien relevanten Einflussfaktoren auf Sicht von zehn Jahren.

Bei Büroimmobilien beispielsweise ist der entscheidende Faktor eine zutreffende Prognose über die Entwicklung des Dienstleistungssektors. Standorte mit zukunftssträchtigen Branchen bieten für die Wertentwicklung einer Immobilie ein entscheidend besseres Umfeld als Standorte mit einer veralteten Industriestruktur. Die Aussagekraft der dem Rating zugrunde liegenden Modelle wird mit Hilfe von bis zum Jahr 1970 zurückreichenden Back-Testings geprüft.

Die Objektbewertung wird um eine Bewertung der Fondskonstruktion ergänzt. Geprüft werden in diesem Teil zum Beispiel die Angemessenheit des Vertragswerkes, etwaige Garantien, die Prognoserechnung, die Finanzierung, die rechtliche und steuerliche Konstruktion sowie die Exitmöglichkeiten für den Anleger. Diese Faktoren gehen zu etwa 30 Prozent

in das Gesamtrating eines Geschlossenen Immobilienfonds ein. Wenn beispielsweise die Relation zwischen dem vom Fonds investierten Eigen- und Fremdkapital 30:70 beträgt, ist das wirtschaftliche Risiko für den Investor deutlich höher als bei einer 50:50-Konstruktion. Liegen höhere Risiken vor, so ist zu prüfen, inwieweit diese auch durch entsprechend höhere Renditechancen ausgeglichen werden können.

Managementqualität

Drittens fließt zu 20 Prozent die Managementqualität in das Ratingergebnis ein – also die Marktstellung des Unternehmens, seine Produktstrategien, das Know-how seiner Geschäftsführer und seine Informationsqualität und Kundenbeziehungen, sein Risikomanagement und seine Prozessorganisation. Selbst der beste Initiator kann sich einem negativen Branchenumfeld nicht entziehen, möglicherweise aber im Vergleich dennoch besser abschneiden, – und ein schlechter Initiator wird möglicherweise auch von einem positiven Branchenumfeld nicht optimal profitieren. Das Rating erfasst zudem spezifische Kenntnisse und Fähigkeiten des Managements innerhalb einer Branche. Das Management muss insbesondere über die Fähigkeit verfü-

gen, die aufgelegten Fonds erfolgreich zu vermarkten, zu überwachen und bei eventuellen Problemsituationen steuernd einzugreifen.

Insgesamt bewertet ein Rating, ob die mit der Investition voraussichtlich erzielbare Gesamrendite einer risikogerechten Verzinsung des Investitionskapitals entspricht oder nicht. Ein Fonds, der ein „A“-Rating von Feri erhält, bietet ein sehr gutes Investitionspotenzial bei geringem Risiko. Je höher das Risiko einer Investition ist, umso höher muss auch die erzielbare Gesamrendite des Fonds sein. Gleichzeitig muss eine vergleichsweise niedrige Rendite kein Manko für einen Fonds sein, wenn es sich dafür im Gegenzug um eine relativ risikoarme Investition handelt.

Ein Fonds, der realistischere eine Rendite von acht Prozent per annum erzielen könnte, bekommt also nicht notwendigerweise ein besseres Rating als ein Fonds, der voraussichtlich sechs Prozent Rendite per annum erzielen kann. Ob er das höhere Risiko zugunsten der höheren Renditechancen eingehen will, bleibt letztlich immer die Entscheidung des einzelnen Anlegers. Objektive Ratings können jedoch hierbei eine wichtige Entscheidungshilfe leisten – als Expertenmeinung eines neutralen Dritten. ■