



INVESTMENT MONITORING
Geschlossene Fonds

METHODIK

2011

Investment Monitoring Geschlossene Fonds

Ausgangslage

Investoren im Bereich Geschlossene Fonds sind an ihre Beteiligungen, ebenso wie Intermediäre, die diese Beteiligung vermittelt haben, oftmals langfristig gebunden. Qualitätsbeurteilungen von Fonds sind jedoch nur zum Zeitpunkt der Investmententscheidung verfügbar, jedoch kaum im Hinblick auf die laufende Entwicklung eines Fonds. Das Investment Monitoring schließt diese Lücke.

Die Einschätzungen erfolgen hier vorrangig auf Basis der jährlichen Geschäftsberichte, der Protokolle der Gesellschafterversammlungen, Anschreiben an die Kommanditisten zur aktuellen Entwicklung des Fonds und – bei wirtschaftlicher Schieflage – gegebenenfalls unter Einbeziehung von Gutachten.

Die Vorteile des Investment Monitorings liegen im vollständigen und einheitlichen Reporting, der neutralen Berichterstattung, einem aktuellen Informationsfluss, detaillierten Fortführungsprognosen und einer Wertermittlung. Die Analysemethodik der Scope Analysis folgt dem Bedürfnis von Investoren und Finanzdienstleistern, für Beteiligungsmodelle eine hohe Transparenz über die Laufzeit und damit eine Vergleichbarkeit mit börsennotierten Investments wie Aktien- und Rentenfonds, REITs oder Zertifikaten herzustellen.

Ziel

Mit unserer Analysemethodik verfolgen wir das Ziel, die Nachvollziehbarkeit, Präzision und Prägnanz unserer Ergebnisse weiter zu steigern. Unsere Analysen sind in der Darstellung kurz, kompakt und damit übersichtlich; die eigentliche Prüfung der Fonds ist dabei umfassend und detailliert. Das Investment Monitoring gewährleistet das kontinuierliche Reporting, die fortlaufende Analyse und die regelmäßige Bewertung des jeweiligen Fonds.

Das grundlegende Ziel von Scope Analysis ist die Verbesserung der Markt- und Produkttransparenz im Sinne der Finanzinstitutionen. Für jeden analysierten Fonds wird zu diesem Zweck eine Performanceanalyse, Fortführungsprognose und eine Anteilsbewertung vorgenommen.

Anteilsbewertung

Scope bewertet jeden Fonds anhand einer Fortführungsprognose über die geplante Restlaufzeit. Grundlage sind mögliche Ausschüttungsverläufe und deren Schwankungsbreiten. Einbezogen werden sowohl risikoadäquate Zinssätze für die Abdiskontierung, als auch produktspezifische Risiken im Peer-Group-Vergleich.

Im Ergebnis bildet sich eine konkrete prozentuale Wertindikation, die unter den genannten Prämissen einen fairen Wert darstellt.

Aufbereitung, Veröffentlichung und Gültigkeit des Monitorings

Ziel der Analysemethodik ist es, die Vergleichbarkeit der Berichte zu erhöhen sowie Präzision und Prägnanz der Monitoringberichte zu gewährleisten. Jedes Monitoring basiert auf einer detaillierten Darstellung des Soll-Ist Zustandes, einem Ausblick auf die kommenden 12 Monate bzw. die nächsten 5 Jahre, einer Performanceanalyse und einer Zusammenfassung.

Innerhalb der Hauptkategorien gibt die Analyse einen fundierten Überblick der relevanten Faktoren – sowohl grafisch als auch verbal. Dies betrifft sowohl die Vergangenheitswerte als auch die zukünftigen Aussichten. Der Leser kann sich schnell über die wichtigsten Risiken und ihren Einfluss auf das Gesamtrisiko sowie über die Stärken und Schwächen des Investments kundig machen.

Das Monitoring ist ein kontinuierlicher Prozess und beginnt mit der Veröffentlichung des ersten Monitoringberichtes. In der Folgezeit wird, sobald neue Informationen verfügbar sind, das Monitoring beständig angepasst. Scope behält sich vor, die Bewertung im Fall von Veränderungen relevanter Faktoren entsprechend anzupassen.

Nutzen

Das Monitoring soll dazu dienen, mit Hilfe einer neutralen Bewertung die aktuelle Performance sowie den fairen Wert, basierend auf einer transparenten Fortführungsprognose einer Fondsbeteiligung realistisch einschätzen zu können. Es ist davon auszugehen, dass speziell Produktentscheider und Vertriebe ein solches Investment Monitoring bei der Auswahl ihrer Produkte zunehmend stärker berücksichtigen werden. Das Vorliegen eines Investment Monitorings gilt bei vielen Banken und Sparkassen als wesentliche Voraussetzung bei der Produktauswahl, da es eine hohe Transparenz über die Laufzeit gewährleistet und das Vertrauen von Zeichnern gegenüber geschlossenen Fonds stützt.

Unsere Monitoringberichte beantworten folgende Kernfragen

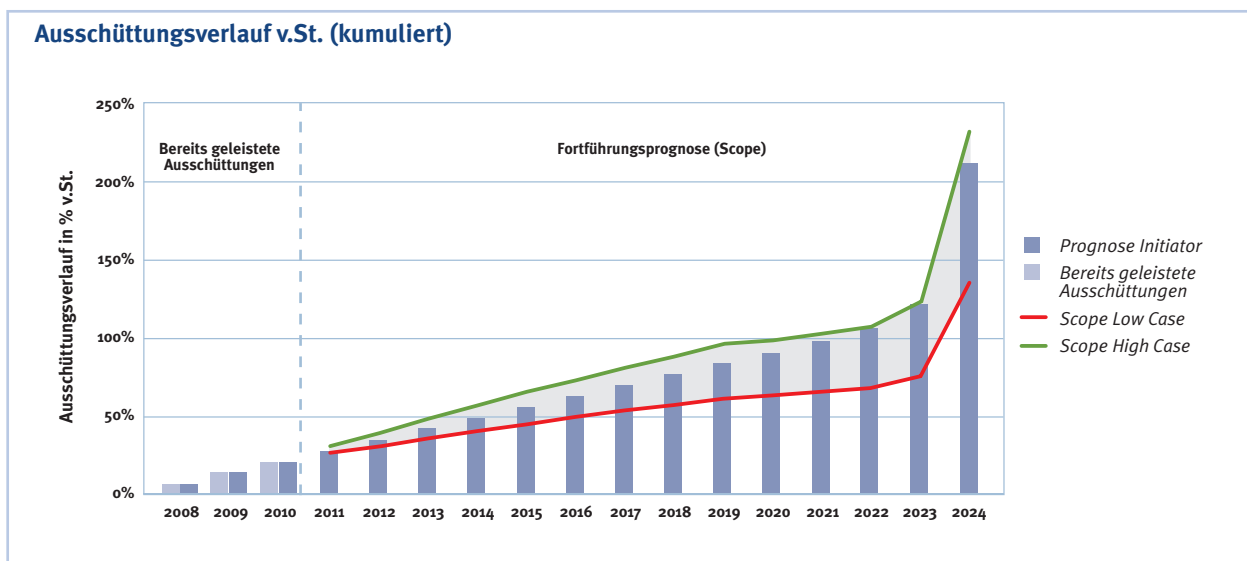
- Wie ist die bisherige Performance des Fonds, kumuliert und für einzelne Kennzahlen auf jährlicher Basis (Wirtschaftliche Entwicklung)?

Wirtschaftliche Entwicklung (kumuliert) Stand 31.12.2010	Soll	Ist	Differenz	%	negativ positiv	
					←	→
Einnahmen in TEUR	10.509	10.782	+273	+2,6%		
Ausgaben in TEUR	4.267	3.879	-388	-9,1%		
Überschuss in TEUR	6.242	6.903	+661	+10,6%		
Tilgung in TEUR	100	491	+391	+391,0%		→
Stand Liquiditätsreserve in TEUR	665	967	+302	+45,4%		
Ausschüttungen in TEUR*	5.950	5.950	0	0,0%		
Ausschüttungen in Prozent*	35,00	35,00	0	0,0%		

- Wie hoch sind die zu erwartenden Ausschüttungen im Hinblick auf die Prospektprognose und bezogen auf die Restlaufzeit (Erwartungswert)?

Erwartungswerte	Gesamt-Ausschüttung		Ausschüttung Restlaufzeit 6 Jahre	
	v.St.	n.St	v.St.	n.St
	Prognose Initiator	191,7%	176,3%	156,7%
Scope Mid-Case	184,5%	163,0%	149,5%	135,3%
Scope High-Case	205,4%	182,9%	170,4%	155,3%
Scope Low-Case	167,4%	146,7%	132,4%	119,1%

- Welcher Ausschüttungs-Korridor des Fonds lässt sich aus der Simulation unterschiedlicher Marktverläufe (High-/Low-Case-Szenarien) ableiten?



- Welche Faktoren beeinflussen wie stark die Fortführungsprognose (Sensitivitätsanalyse)?

Aufteilung der Volatilität	absolut (n.St.)	relativ (n.St.)
Investition	0,0%	0,0%
Einnahmen	0,0%	0,0%
Ausgaben	0,04%	4,6%
Zinssatz Anschlussfinanzierung in % pro Jahr	0,04%	4,6%
Desinvestition	0,33%	39,6%
Veräußerungserlös/Vielfaches der Jahresmiete	0,33%	39,6%
Externe Einflüsse	0,48%	55,8%
Inflationsprognose in % pro Jahr	0,45%	52,7%
Wechselkurs CHF/EUR 2011- 2016	0,03%	3,1%
(gerechnet über alle Faktoren)	0,85%	100,0%

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wird die Leistung des Managements auf die Performance der einzelnen Variablen berücksichtigt. Kalkuliert wird mit einer Beeinflussung der Volatilität in Höhe des ausgewiesenen Managementfaktors. Eine nähere Erläuterung der Management Qualität finden Sie im Anhang.

- Wo liegen die Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken des Investments (SWOT-Analyse)?
- Wie groß ist die Schwankungsbreite der zu erwartenden Ausschüttungen im Vergleich zu den Peer-Group Produkten am Markt (Korrelationsfaktor)?

Korrelationsfaktor (Segment: Immobilien-Deutschland-Einzelobjektfonds)	0,932
---	-------

Diese Kennzahl beschreibt die Volatilität des Beteiligungsangebotes im Vergleich zur Peergroup. Beim einen Wert unter 1 handelt es sich um ein relativ höheres Risiko und bei einem Wert über 1 um ein relativ niedrigeres Risiko.

- Welcher neutrale Anteilswert ergibt sich im Low-/Mid- und High-Case?

Anteilswernermittlung – Restlaufzeit 6 Jahre		
Low-Case	Mid-Case	High-Case
103,0%	116,3%	132,5%

Die von Scope prognostizierte Anteilswernermittlung ergibt sich aus den abdiskontierten Cashflows der verbleibenden Jahre für den Low-Case, Mid-Case und High-Case. Der Diskontierungsfaktor entspricht der gewichteten Durchschnittsrendite der zugehörigen Peergroup.

- Wie hoch ist der faire Anteilswert unter den genannten Prämissen (Anteilswert)?

Scope Wertindikation	108,46%
-----------------------------	----------------

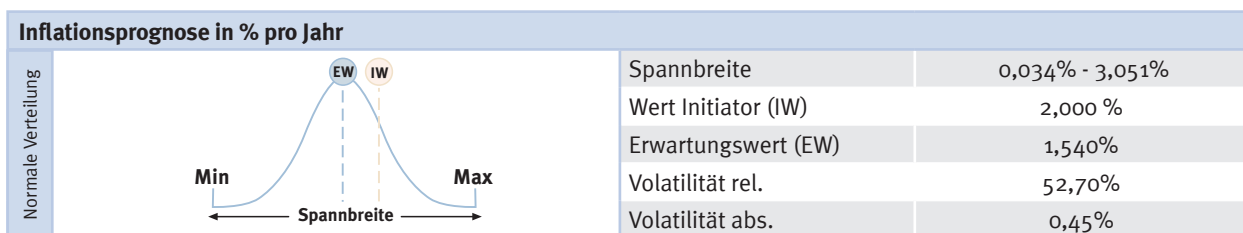
Die Methodik

Im Gegensatz zu Kapitalanlagen wie Aktien oder Offenen Fonds verfügen Geschlossene Fonds nicht über eine historische Performance beispielsweise in Form einer Kursentwicklung. Darüber hinaus erfolgt während der Laufzeit eines Fonds trotz sich ändernder Prämissen nur selten eine komplette Anpassung der Kalkulationsparameter zur Darstellung einer sinnvollen Fortführungsprognose.

Die Aufgabe der Analysten ist es nun, auf Basis der erreichten Performance und von einer aktuellen Betrachtung ausgehend, die durchschnittlich zu erwartenden Ausschüttungen, die sich aus ganz unterschiedlichen Verläufen des Investments ergeben können, herauszufiltern und daraus eine Fortführungsprognose zu entwickeln.

Mathematisch-statistisch lösbar sind solche analytischen Aufgabenstellungen durch die Sensitivitätsanalyse, die auch als Monte Carlo Analyse bekannt ist. Die Fachkompetenz und qualitative Einschätzung der Analysten wird durch diese quantitative Vorgehensweise hierdurch nicht ersetzt; es geht vielmehr darum, sie in ein quantitatives Analysemodell zu überführen und damit die erforderliche Vergleichbarkeit zu anderen Kapitalanlagen herzustellen. Das Berechnungsverfahren ist wie folgt aufgebaut

- Zunächst bestimmen die Analysten, welche Faktoren auf Rendite und Risiko des Fonds eingewirkt haben bzw. einwirken werden und wie diese in der Zukunft schwanken können. Die Anzahl der Variablen liegt je nach Komplexität des Fonds zwischen 5 und 20. Die betrachteten Hauptkategorien sind „Investition“, „Einnahmen“, „Ausgaben“, „Desinvestition“ sowie „externe Einflüsse“. Für die einzelnen Variablen werden jeweils Spannbreiten, Erwartungswerte und ihre statistische Wahrscheinlichkeitsverteilung definiert.



Die kalkulierte Steigerung des Verbraucherpreisindex von 2,0% jährlich wird als optimistisch beurteilt. Im Rahmen des Scope-Szenarios wird die Mietsteigerung innerhalb der Spanne der Inflationsrate der letzten zehn Jahre in Deutschland variiert. Der Erwartungswert beträgt 1,540%.

- Der Einfluss des Managements auf die Performance des Investments wird mit Hilfe des sogenannten Managementfaktors (alpha) berücksichtigt. Es wird unterstellt, dass das Management sowohl die Rendite als auch das Risiko einer Beteiligung positiv oder negativ beeinflussen kann.
- Das Ergebnis sind 10.000 mögliche Ausschüttungsergebnisse. Die Ausschüttungen kommen in unterschiedlicher Häufigkeit vor und ergeben wiederum eine eigene Verteilung, aus der sich genau die gewünschte Information ablesen lässt; die erwartete, also wahrscheinlichste Ausschüttungssumme und ihre Schwankungsbreite – also das Risiko – des betrachteten Investments. Der letzte Schritt ist die Computersimulation selbst. Dabei wird die Fondsrendite 10.000-mal unter Annahme der verschiedensten Szenarien berechnet. Bei der Berechnung werden die Variablen entsprechend ihrer vorgegebenen Schwankungsbreite und Wahrscheinlichkeitsverteilung variiert. Dies ergibt eine Fortführungsprognose inklusive eines Ausschüttungskorridors, der den High-, Mid- und Low-Case abbildet.
- Die erwarteten Ausschüttungssummen über die Restlaufzeit des Fonds werden in einem zweiten Schritt über die Laufzeit abdiskontiert um den Zeitwert zu erhalten. Abzinsungsfaktor ist dabei die durchschnittliche Rendite bzw. Verzinsung der Peer-Group, das heißt Fonds mit einem ähnlichen Investitionsobjekt und ähnlichen Aufbau, die einen Vergleich erlauben.
- Darüber hinaus erfolgt ein Vergleich der Volatilitäten bzw. der Abweichungen innerhalb der erwarteten Ausschüttungen mit der Peer-Group, um die Reagibilität des jeweiligen Fonds im Vergleich zum Markt zu setzen. Diese Reagibilität wird als Korrelationsfaktor ausgewiesen.

Aus diesen Faktoren ergibt sich schließlich eine prozentuale Anteilsbewertung.

SWOT-Analyse

Wer heute Kapitalanlagen prüft und vermittelt, benötigt wegen der Vielfalt und Fülle der Produkte einen schnellen Überblick. Scope Analysis erstellt daher am Ende jeder Fondsanalyse eine sogenannte SWOT-Analyse (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats) als zusätzliches Hilfsmittel für den Nutzer. Dabei umfassen die Stärken und Schwächen die internen Einflussfaktoren der Kapitalanlage. Chancen und Risiken entstehen hingegen durch externe Marktfaktoren, welche die Renditeentwicklung beeinflussen können. Hier sind auch entsprechende Faktoren aus der Performanceanalyse enthalten, die die zukünftige Entwicklung mit beeinflussen können.

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- renommiertes Emissionshaus- starker Leasingpartner- Leasingvertrag bis min. 2018- Zinssicherung bis 2020	<ul style="list-style-type: none">- deutlicher Einnahmeausfall bei den Guthabenzinsen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- höherer Verkaufserlös möglich- geringerer Zinsaufwand durch Sondertilgungen	<ul style="list-style-type: none">- Ausfall Leasingnehmer- hohe Marktanfälligkeit- Nichtverlängerung durch den Leasingnehmer und geringere Anschlussleasingrate

Monitoringergebnisse

Das abschließende Ergebnis eines jeden Monitorings ist eine Anteilsbewertung und eine Risikoklassifizierung. Dazu erfolgt eine Verifizierung der im Rahmen der Monte-Carlo-Simulation ermittelten Cashflow-Erwartung und der im Rahmen der Monte-Carlo-Simulation ermittelten Risikoerwartungen in Form der Schwankungsbreite im negativen Performancebereich (Volatilität Ipm). Die erwartete Schwankungsbreite ergibt dabei eine Risikoklassifizierung von extrem gering bis extrem hoch mit insgesamt neun Abstufungen.

Für den erwarteten Cashflow erfolgt eine Gegenüberstellung der Risikoerwartung mit Investmentangeboten ähnlicher Risikostruktur und Kapitalbindung (Peer-Group). Auf dieser Basis resultiert die Festlegung eines „risikoadäquaten Zinssatzes“ mit dem die Abzinsung der erwarteten Cashflows erfolgt.

Darüber hinaus erfolgt eine Berücksichtigung der Risikoklassifizierung im Verhältnis zur Peer-Group, die einen Abschlag für risikoärmere und einen Aufschlag für risikoreichere Investments über den Korrelationsfaktor berücksichtigt.

Glossar

■ Diskrete Verteilung

Eine diskrete Verteilung kann nur bestimmte Werte annehmen und besteht somit aus zwei oder mehreren Balken. Sie ist für Variablen geeignet, die nicht kontinuierlich sind, d.h. Fälle, in denen es eine begrenzte Anzahl an Möglichkeiten gibt (Entweder – Oder – Entscheidungen).

■ Erwartungswert

Entspricht dem im Rahmen der Spannweite liegenden Wert mit der größten erwarteten Eintrittswahrscheinlichkeit. Die dargestellten Erwartungswerte entsprechen den Werten inkl. Agio.

■ High-Case

97,5% aller berechneten Fälle der Renditeverteilung liegen unter diesem Wert.

■ Korrelationsfaktor

Diese Kennzahl beschreibt die Volatilität des Beteiligungsangebotes im Vergleich zur Peergroup. Beim einen Wert unter 1 handelt es sich um ein relativ höheres Risiko und bei einem Wert über 1 um ein relativ niedrigeres Risiko.

■ Low-Case

97,5% aller berechneten Fälle der Renditeverteilung liegen über diesem Wert.

■ Managementfaktor

Benennt die Fähigkeit, durch professionelles Management eine Performance zu erzielen, die über oder unter dem Marktdurchschnitt liegt. Der Faktor liegt auf einer Spannweite von 0 bis 1,0 und entspricht dem Management Rating für das jeweilige Unternehmen im jeweiligen Segment (weist z.Bsp. ein Unternehmen ein Management Rating von 7,55 im Bereich Schiffe auf, entspricht der Managementfaktor für Schiffsbeteiligungen 0,76). Unternehmen, die über kein Management Rating verfügen, werden von Scope Analysis einer strukturierten Bewertung unterzogen und ebenfalls faktorisiert.

■ Normale Verteilung

Die normale Verteilung ist eine statistische Verteilung, die gleichmäßig um ihren Mittelwert gestreut ist und sich auf beiden Seiten ins Unendliche erstreckt. Diese Symmetrie erlaubt es, eine Normalverteilung nur mit zwei Kennzahlen, Mittelwert und Standardabweichung, zu charakterisieren.

■ Peer-Group

Investmentangebote mit ähnlicher Risikostruktur und Kapitalbindung, die vergleichbar mit dem im jeweiligen Monitoring untersuchten Investitionsobjekt sind.

■ Prognose Initiator

Die Investitionskennzahlen laut Initiatorprognose.

■ Renditeerwartung / Rendite (Mid Case) n.St.

Mittelwert der Renditen aller 10.000 berechneten Szenarien nach Steuern.

■ Sensitivitätsanalyse

Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse werden durch ein Monte Carlo Verfahren generiert. Das Monte Carlo Verfahren ist eine statistische Simulation von 10.000 möglichen Szenarien. Zunächst werden für verschiedene Variablen der Prognoserechnung statistische Verteilungen unterstellt, von denen in einem zweiten Schritt Zufallswerte generiert werden. So entstehen verschiedene Szenarien für den Investitionsverlauf, die für die Berechnung der Verteilungen verschiedener Kennzahlen genutzt werden können.

■ **Spannbreite**

Die Spannbreite ist die Distanz zwischen dem Low- und dem High-Case der Verteilungen und erfasst 95% aller angenommenen Fälle. Die Spannbreite wird durch den zuständigen Objektanalysten auf Basis von Studien und seiner Erfahrung bestimmt. Auf Basis der Spannbreite werden die Verteilungen der Variablen gebildet.

■ **Trianguläre Verteilung**

Die trianguläre Verteilung entspricht einem Dreieck, das sich zwischen zwei Extremwerten erstreckt. Die Mitte ist dabei beliebig definierbar. Somit lässt sich bestimmen, wo zwischen diesen beiden Extremwerten die größte Wahrscheinlichkeitsmasse liegt.

■ **Volatilität**

Ausgewiesen wird generell die Volatilität lower-partial-Moments (lpm). Dies ist die durchschnittliche Abweichung abwärts vom Mittelwert. Diese Kennziffer stellt nur die Risiken der Investition dar und kann sich bei unsymmetrischen Chancen-Risiko-Profilen von der Standardabweichung deutlich unterscheiden. Je höher der Wert, desto höher ist das Risikopotenzial.

■ **Volatilität absolut**

Bezeichnet den absoluten Einfluss der Einzelvariable oder der Gruppe von Variablen im Rahmen der ermittelten Volatilität (lpm) in Prozent nach Steuern. Die Summe der absoluten Volatilitäten entspricht stets der Volatilität (lpm) in Prozent nach Steuern.

■ **Volatilität relativ**

Bezeichnet den relativen Einfluss der Einzelvariable oder der Gruppe von Variablen im Rahmen der ermittelten Volatilität (lpm). Die Summe der relativen Volatilitäten entspricht stets 100%.

■ **Aufteilung der Volatilität**

Bewertet den absoluten Einflussgrad der Einzelvariable oder der Gruppe von Variablen auf die Schwankungsbreite der Renditeerwartung nach Steuern. Die Spannbreite reicht dabei von niedrig bis hoch. Dabei können Variablen mit einer hohen relativen Volatilität bei geringer Gesamtvolatilität kaum Einfluss auf die Gesamtperformance eines Fonds besitzen. Andererseits können Variablen mit einer niedrigen relativen Volatilität bei hoher Gesamtvolatilität erheblichen Einfluss auf das Gesamtergebnis haben. Dies ermöglicht eine schnelle Übersicht über die einzelnen Schwachstellen eines Investments.

■ **Wertindikation**

Die von Scope ermittelte Wertindikation ergibt sich aus der Anteilswertermittlung unter Berücksichtigung des Korrelationsfaktor und stellt einen fairen Anteilswert dar.

■ **Wert Initiator**

Entspricht dem durch den Initiator angesetzten Wert der jeweiligen Variable.

Hinweis

Bei Vorliegen einer Prognoserechnung berechnet Scope die Prognoserendite analog dem BMF § 2b EStG-Modul. Es handelt sich hierbei um eine Modifikation der „Internen Zinsfußberechnung“ (IRR), welche geeignet ist, Anlageformen mit unterschiedlich schnellem Kapitalrückfluss vergleichbar zu machen. Die mittels IRR berechnete „Verzinsung“ bezieht sich dabei immer nur auf das durchschnittlich dynamisch gebundene, d.h. jeweils um Ausschüttungen, Steuererstattungen etc. verringerte Kapital und nicht das ursprünglich eingesetzte Kapital. Es besteht damit keine unmittelbare Vergleichbarkeit mit Renditen anderer Kapitalanlagen, z.B. festverzinslichen Wertpapieren.

Scope Analysis GmbH

Potsdamer Platz 1
10785 Berlin

Fon +49 (0)30 27891-0
Fax +49 (0)30 27891-100
Service +49 (0)30 7891-300

info@scope.de
www.scope-group.com