eschlossene Fonds haben das falsche Image. Zumindest was die Prospekte angeht, bietet kein Anlageprodukt soviel Information in solcher Detailliertheit. Nur versäumen es die Anleger in der Regel, die meist hervorragenden Verkaufsunterlagen gründlich zu studieren, bevor sie zeichnen. Nicht viel besser ist es bei Vermittlern. Sie müßten die

Vor der Zeichnung von
Geschlossenen Fonds
studiert der erfahrene
Anleger viele Analysen.
Was die Bewerter leisten
und welche Ratings
unsicheren Investoren
wirklich helfen.

Initiatoren und Vermittler nur noch die verdichtete Endnote heranziehen, um eine bestimmte Anlage zu empfehlen, und die einschränkenden Bemerkungen dabei salopp unter den Tisch fallen lassen.

"Metaxa"-Rating nennt das abschätzig der Immobilienspezialist Werner Rohmert – je mehr Sterne, desto attraktiver erscheint das Produkt. Auf dem 2. deutschen Fonds-

Die Konkurrenz der Wissenshungrigen

Prospekte nicht nur lesen, sondern deren Angaben auch auf Plausibilität prüfen – schon um sich vor Haftung zu schützen. Denn handelt der Anleger nicht so, ist er fahrlässig, verzichtet der Vermittler auf die Prüfung, macht er sich schadenersatzpflichtig. Soweit die Theorie. Tatsächlich finden sich aber weder Vermittler noch Anleger in der verwirrenden Vielfalt der Fondsangebote allein zurecht.

Orientierung bieten Besprechungen in der Fachpresse sowie verschiedene Arten von Fondsbewertungen, modisch Rating genannt. Diese stellen meist auf ein bis zwei Seiten die wesentlichen Vor- und Nachteile vor, bewerten nach eigenen Kriterien die Wahrscheinlichkeit, daß der Fonds den versprochenen Ertrag erwirt-

schaften kann, und verdichten dieses Urteil häufig zu einer Endnote.

Die Zahl der Anbieter von Fondsanalysen war bis vor wenigen Jahren noch sehr überschaubar, je nach Zählung waren es drei bis fünf. Aber das hat sich geändert. Jeder Analyst arbeitet mit seiner eigenen Methode, jeder hat sein eigenes Finanzierungsmodell und seinen eigenen Absatzmarkt für seine Analysen. Die Pole liegen zwischen der kurzen Analyse für jedermann in einer Zeitschrift und der ausführlichen mehrseitigen Analyse für Profis. Das wird von Initiatoren gerne ignoriert, die natürlich nicht der Versuchung widerstehen können, jede gute Beurteilung an die große Glocke zu hängen. Sehr fragwürdig ist es, wenn

ratingkongreß forderte Rohmert sogar, den Begriff Rating einfach ganz abzuschaffen. Die Geste ist verständlich: Längst nicht alles, was derzeit an Beteiligungs-Analysen angeboten wird, verdient überhaupt den Namen Rating.

Wie bei Krediten und Offenen Fonds muß ein echtes Rating eine Prognosesicherheit aufweisen, die oberhalb der statistischen Wahrscheinlichkeit liegt. Die Ratings von Investmentfonds, die beispielsweise Standard & Poor's in Deutschland anbietet, haben – nur auf ein Jahr betrachtet – eine Eintrittswahrscheinlichkeit von knapp 80 Prozent.

Länger als auf ein Jahr will S & P sich nicht festlegen, andere Analysten für Investmentfonds sind noch vorsichtiger. →

Bei Medienfonds sind Ratings besonders wichtig. Im Mediengeschäft können Profis besser beurteilen, ob Bernd Eichinger und Tom Tykwer (Foto r.) den neuen Film "Das Parfum", den VIP mitfinanziert, zum Kassenrenner machen können



→ Bei Geschlossenen Fonds engagiert sich der Anleger aber häufig zehn bis 20 Jahre lang. Was nützt da ein Rating, das ab dem zweiten Jahr keine Gültigkeit mehr beansprucht? Um eine Teilantwort vorweg zu geben: Es kann vor krassen Fehlentscheidungen bewahren. Es kann vor Fonds warnen, deren Versprechungen von Anfang an unglaubwürdig erscheinen.

Manchen Analysten wird nachgesagt, das zur Methode zu machen: Sie warnen vor fast jedem Fonds. So können sie den Ruhm ernten, richtig gelegen zu haben, wenn ein Fonds in Schieflage gerät. Sehr offen und selbstironisch geht Heinz Gerlach mit diesem Vorwurf um: "Ich hoffe immer, daß ich mich irre, dann ist für den Anleger kein Schaden entstanden", sagte er kürzlich auf einer Veranstaltung des Europäischen Finanzforums in Hamburg.

Überprüfen können Analysten in der Regel nur die Angaben im Prospekt. Dieser enthält aber nur einen Businessplan, eine grobe Fiktion, wie sich das "Unternehmen Fonds" über die Laufzeit von zehn Jahren und mehr entwickeln könnte oder sollte. Jahr für Jahr wird eine vereinfachte Gewinn- und Verlustrechnung vorgestellt, die Annahmen über erzielbare Umsätze, operative Ausgaben, Abschreibungen, Steuern, Kreditzinsen und

anderes enthält. Im Prospekt ist das auf der kleingedruckten Prognoserechnung auf mindestens zwei Seiten zu finden. Zwangsläufig werden die Angaben dort von Jahr zu Jahr spekulativer, denn wie Mieten, Zinssatz, Währungskurs-Relationen oder ähnliches in zehn oder gar 20

Executive Summary

Neue Fonds schnell und richtig zu beurteilen, überfordert Anleger im Alleingang oft. Mittlerweile versprechen etliche Rating-Agenturen Hilfestellung. Doch nicht alle selbsternannten Schiedsrichter können ihr vollmundiges Versprechen halten. Wer sie richtig einschätzt, bleibt aber vor groben Fehlinvestments geschützt. Der Anleger muß also entscheiden, welchem Rating er wieviel zutraut. Und dazu muß er über die Methodik und die Geschäftsmodelle der Rater Bescheid wissen.

Jahren tatsächlich ausfallen, kann niemand sicher voraussehen.

Entscheidend ist das Wörtchen Plan. Ein Businessplan ist nie eine Tatsachenbehauptung, das wird in den Prospekten auch immer wieder deutlich geschrieben. Und von Anlegern regelmäßig überlesen. Analysten brauchen daher zum einen Anhaltswerte dafür, wie wahrscheinlich die Annahmen des Fondsprospekts sind, zum anderen brauchen sie Markt- bzw. Branchenkenntnisse. Dann können sie beurteilen, ob das Objekt oder das Geschäft von vornherein überhaupt werthaltig ist, ob es günstig oder zu teuer erworben wurde, und ob die Annahmen der Gewinn- und Verlustrechnung zumindest für die Anfangsjahre branchenüblich und realistisch sind. Zusätzlich zu dieser quantitativen Analyse bewerten viele Analysten noch, wie vertrauenswürdig ihnen der Initiator bzw. die Fondsgesellschaft und die handelnden Personen erscheinen. Hat der Initiator Erfahrung mit dieser Anlageform? Ist einer seiner Fonds schon mal in Schwierigkeiten geraten? Wie hat er dann reagiert?

Bei dieser Vielzahl von Faktoren und Annahmen wundert es nicht, daß verschiedene Analysten für den gleichen Fonds zu verschiedenen Ergebnissen kommen. Diese Vielfalt wird von Anlageberatern manchmal beklagt, weil sie sich heute nicht nur mit der Qualität der Fonds, sondern auch mit der Qualität der Analysten beschäftigen müssen. Das Rad zurückdrehen kann aber niemand mehr, und der Wettbewerb der Anbieter und Methoden sollte auf lange Sicht zu mehr Qualität der Analyse führen.

Zu wünschen wäre, daß die Analysten und Analysehäuser Leistungsbilanzen ihrer eigenen Arbeit in der Vergangenheit vorlegen. Das ist aber bisher nicht geschehen und für die nahe Zukunft auch nicht sehr wahrscheinlich. Der einzige Verfasser von Analysen, der so etwas vorweisen kann, ist bezeichnenderweise kein Analyst, sondern ein Vertrieb. Michael Rathmann von Mira Anlagen bewertet seit zehn Jahren für seine Anleger Schiffsfonds. Mit seinen Empfehlungen lag er zu 92 Prozent richtig, das wurde ihm von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer testiert.

Eine ähnliche Treffergenauigkeit kann Feri Research, Anbieter von Ratings Geschlossener Immobilienfonds, für die Einschätzung von Märkten vorweisen. Im Herbst 2004 haben die Bad Homburger erstmalig ein Backtesting ihrer Prognosen über die Entwicklung von Immobilienmärkten in europäischen Großstädten vorgelegt. Die Prognosen haben einen Zeithorizont von zehn Jahren und werden seit acht Jahren erarbeitet. Das Backtesting zeigt: Feri liegt überwiegend richtig. Rechnet man noch die Research- und Prognosestärke des Hauses in anderen volkswirtschaftlichen Bereichen hinzu, ist Feri bei der Analyse von Geschlossenen Immobilienfonds unschlagbar. Die Ratings werden in einem aufwendigen mehrstufigen Verfahren erarbeitet, und sind sicherlich das Beste, was der deutsche Markt der Analysten von Geschlossenen Fonds anzubieten hat. Den nicht unerheblichen Preis hat der Initiator zu zahlen. Deshalb sind sie auch noch selten zu haben.

Ebenfalls von Initiatoren bezahlt werden letztlich die Analysen von G.U.B., Check Analysen und RS Rating Services AG. G.U.B. ist das erste und älteste Analysehaus Deutschlands für Geschlossene Fonds. Strenggenommen werden die Analysen zwar aus eigenem Antrieb erstellt, das Haus ist aber wirtschaftlich davon abhängig, daß Initiatoren die Ergebnisse der



Der Autor Jürgen Braatz ist Fachjournalist und Geschäftsführer von Ratingwissen. Er veranstaltet auch Kongresse über Fondsanalyse. www.ratingwissen.de

Analysen als zweiseitiges DIN-A-4-Blatt in großen Stückzahlen erwerben, um es an Vertriebe und Anleger weiterzugeben. G.U.B. gehört zur Cash Medien AG, in der auch das Magazin Cash erscheint.

Während G.U.B. auch Fonds bewertet, die als nicht plazierungsreif oder nur mäßig erfolgversprechend angesehen werden, mag Stefan Appel von Check Analysen solche Fonds gar nicht anfassen. Aber auch Check verkauft die zweiseitigen Analysen an Initiatoren zum Vertrieb. Und beide bewerten quantitative Daten wie qualitative in einer Gesamtschau, die sich der genauen Überprüfung durch Außenstehende entziehen.

Kuriose Verzerrungen entstehen bisweilen, weil G.U.B. Fonds von neuen Initiatoren grundsätzlich keine Höchstnote erteilt. Als sich vor einigen Jahren die Brüder Rickmers trennten und der eine zur bestehenden Reederei ein neues Emissionshaus aufbaute, konnten dessen neue Fonds keine Höchstnote erhalten. Das bestehende Emissionshaus des anderen Bruders, der sich eine neue Reederei gründete, erhielt diese vom Start weg, weil der viel schwierigere und riskantere Neubeginn als Reeder durch das Raster fiel.

Die RS Rating Services AG aus München wurde gegründet mit dem Zweck, Unternehmensratings für den bayerischen Mittelstand zu erstellen. Seit einiger Zeit ist das Unternehmen - immer im Auftrag und auf Kosten des Kunden mit zwei Dienstleistungen auf dem Markt. Zum einen erstellen die Münchner auch Unternehmensratings von

Fondsgesellschaften (was Scope in ähnlicher Form seit einiger Zeit ebenfalls anbietet). Zum anderen werden Analysen von Fonds erstellt. RS Rating Services hält dabei auf die strikte Trennung von Analyse und Beratung. Analysten dürfen zwei Jahre vor und zwei Jahre nach der Erstellung der Analyse keine Beratungsleistungen für den Initiator erbringen.

Andere Wege der Refinanzierung gehen die Häuser Scope und TKL. Beide vergeben für die Einsicht in ihre Analysen Lizenzen an Banken, Anlage- und Vermögensberater sowie Initiatoren. Scope entwickelt sich in raschem Tempo zum Anbieter von Analysen für verschiedene Marktsegmente. Nach der Analyse von Geschlossenen Fonds wurden zusätzlich Offene Immobilienfonds bewertet und neuerdings auch Investmentfonds. Scope arbeitet sehr geschickt mit allen Mitteln der PR, um auf die eigene Arbeit aufmerksam zu machen, und hat sich 2004 öffentlich mit den Anbietern von Offenen Immobilienfonds auseinandergesetzt. Das Raster von Scope scheint allerdings nicht immer allen Einzelfällen gerecht zu werden, aber die Berliner arbeiten daran.

Etwas stiller arbeitet die Hamburger TKL, die umfangreiche Analysen erstellt, und diese wie fast alle Anbieter zu Endnoten verdichtet. Dabei kann nicht verhindert werden, daß ein Initiator mit den verliehenen Sternen an die Öffentlichkeit geht. Den umfangreichen Text mit warnenden oder einschränkenden Bemerkungen kennt die Öffentlichkeit dann natürlich nicht.

Was soll ein Anleger nun tun, um mit dieser verwirrenden Vielfalt zurecht zu kommen? Er sollte sich von seinem Anlageberater nicht nur das Produkt selbst vorstellen lassen, sondern auch alle Berichte in der Presse oder Analysen über das Angebot. Dies sollte er auch im Beratungsprotokoll vermerken lassen, damit der Berater keine unangenehmen Berichte verschweigt. Erst daraus kann der Anleger ein Gesamtbild für eine vernünftige Anlage-Entscheidung gewinnen. Einen besseren Gefallen kann er sich mit dem Mehraufwand an Prüfung und Lektüre nicht tun. Für Berater gilt übrigens das gleiche.