

Geschlossene Fonds und Anlegerschutzkontrolle

Kritik am IRR-Zinssatz als Kennzahl für die Rendite von Finanzanlagen

Björn Denhard

Wer Geld in die Hand nimmt, um in geschlossene Fonds zu investieren, der erwartet in der Regel eine höhere Rendite seines effektiv gebundenen Kapitals im Vergleich zu einer Investition in festverzinsliche Anlageformen. Die Zugrundelegung der IRR-Methode für die Berechnung der Renditekennzahl, die für die individuelle Anlageentscheidung ausschlaggebend ist, sieht der Autor im stark nachgefragten Anlage-segment der geschlossenen Fonds als umstritten an. (Red.)

Als „grauer Kapitalmarkt“ denunziert, sucht die Beteiligungsbranche auch aus haftungsrechtlichen Gründen seit geraumer Zeit nach konkreten Vorgaben und Standards, die die Vergleichbarkeit und die Auswahl einer Anlage durch den Anleger anhand geeigneter Kennzahlen ermöglichen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Kritik an der marktüblichen IRR-Renditeberechnungsmethode wirklich berechtigt ist.

Die Rendite ist in der Regel die entscheidende Größe für den primär renditeorientierten Anleger. Dabei ist zu beobachten, dass mit steigender Rendite oftmals auch das Interesse eines Anlegers an einer Anlage steigt. Eine finale Anlageentscheidung trifft der Anleger unter Abwägung der Rendite mit dem der Anlageform verbundenen Ri-

siko, in das die Kriterien unter Ziffer 1. bis 5. einfließen.

Agio und Verzinsung

Sofern ein Anleger sich für die Investition in einen geschlossenen Fonds entscheidet, muss dieser die Zeichnungssumme sowie meistens ein Agio (Aufgeld) in den Fonds einzahlen und erwartet die Verzinsung seines gesamten eingesetzten Kapitals inklusive Agio. Aber weder das Agio, das an die Kapitalvermittler ausgezahlt wird, steht dem Fonds für Investitionen zur Verfügung noch ein Teil der Zeichnungssumme, der zur Begleichung weiterer Provisionen und Gebühren zur Initiierung und Verwaltung des Fonds anfällt. Während der Laufzeit des Fonds werden an die Anleger die erwirtschafteten Beträge ausgezahlt und damit können die Anleger während dieses Zeitraumes nur noch die Verzinsung ihres effektiv gebundenen Kapitals erwarten.

Dynamische Betrachtung

Die wohl bekannteste dynamische Renditeberechnungsmethode im geschlossenen Fondsbereich ist dabei die „IRR-Methode“ („interner Zinsfuß“). Deren Kritiker verweisen alternativ auf die Verwendung der dynamischen Endwertmethode, die von Ranosch unter dem Namen „RKR-Methode“ bekannt ist. Die dynamischen Renditeberechnungsmethoden lassen sich mathematisch einfach berechnen. In der Praxis kann

jedoch die Berechnung der Rendite eines geschlossenen Fonds komplex sein, sofern die Planungsprämissen der Liquiditätsplanung umfangreich beziehungsweise im Verkaufsprospekt nicht vollständig und nachvollziehbar beschrieben sind.

Wichtig – die Annahmen der Berechnungsmethoden ...

Ob die IRR-Methode zur Berechnung der Rendite von geschlossenen Fonds eine zu hohe Rendite indiziert oder die vergleichsweise geringere Rendite nach der Endwertmethode sachgerecht ist, erfordert unumgänglich die Kenntnis der unterschiedlichen Annahmen der Berechnungsmethoden. Dabei ist zu beachten, dass die Berechnung der Rendite nach der Endwertmethode die Rentabilitätsrechnung dahingehend fortschreibt, dass aus dem Quotienten der Summe der Gesamtausschüttungen und Zinsen zum eingesetzten Kapital die n-te Wurzel (mit n = Anzahl Laufzeitjahre) gezogen wird und von diesem Wert die Zahl 1 abgezogen wird. Dabei ist nicht relevant, wann Auszahlungen geplant sind.

Hingegen berücksichtigt die IRR-Methode aufgrund einer Liquiditätsplanung errechnete Ein- und Auszahlungen. Grundsätzlich ist der interne Zinsfuß der Zinssatz, bei dem der Kapitalwert einer Investitionsreihe Null ist. In dem Fall entspricht der Ertragswert eines geschlossenen Fonds den Investitionen. Damit sind zum Ende der Laufzeit des Fonds alle investierten Anlegergelder sowie die darauf angefallenen Zinsen an die Anleger ausgezahlt, die liquiden Mittel betragen folglich Null.

... insbesondere der Faktor „gebundenes Kapital“

Die Ermittlung des internen Zinsfußes, basierend auf einer beliebigen gegebenen Investitionsreihe, kann relativ einfach schrittweise durch Annäherung beziehungsweise in Excel durch Anwendung der Formel „IKV“ erfolgen. Dabei zeigt die obige Berechnung, dass stets das gebundene Kapital mit dem IRR-Zinssatz verzinst wird, ausgezahlte Ausschüttungen jedoch nicht. Demnach ist die Behauptung falsch, dass Ausschüttungen bei der IRR-Methode nach ihrer Auszahlung wieder zum internen Zins-

Geschlossene Fonds und die angewandten Renditeberechnungsmethoden

Wesentliche Auswahlkriterien für einen geschlossenen Fonds sind in der Regel:

1. Anlageobjekt
2. Laufzeit
3. Zeitpunkte der Ausschüttungen
4. Absicherung der Ausschüttungen
5. Erfahrung des Fondsmanagements
6. Rendite und Sensitivität der Rendite bei Veränderung wesentlicher Faktoren (zum Beispiel Preiserhöhungen/-reduzierungen)

Die Renditeberechnungsmethoden im Vergleich

Die Unterschiede der dynamischen Renditeberechnungsmethoden werden nachfolgend für einen Fonds mit einer typischen Investitionsreihe verdeutlicht. Dabei zahlt ein Anleger zunächst 100 Euro in den Fonds ein (Agio wird zur Vereinfachung vernachlässigt). Die Laufzeit des Fonds beträgt im Beispiel vier Jahre und im ersten Jahr werden null

Euro, im zweiten Jahr zehn Euro, im dritten Jahr 25 Euro und im vierten Jahr 100 Euro an die Anleger des geschlossenen Fonds laut der Fondsprognose ausgeschüttet.

Dabei ergeben sich die nachfolgenden Renditen für die verschiedenen Methoden:

| Rendite-berechnungsmethode | IRR-Methode | | | RKR-Methode | | |
|-------------------------------------|--------------------------------------|--------|-------------------------|--------------------------------------|--------|-------------------------|
| Jährliche Rendite | 8,57% p. a. | | | 7,79% p. a. | | |
| Zeitpunkte/Beträge in Euro | (-) Investition/ (+) Ausschüttung | Zinsen | Ø gebundenes Kapital | (-) Investition/ (+) Ausschüttung | Zinsen | Ø gebundenes Kapital |
| Investitionsstart im Zeitpunkt 0 | -100 | 0,00 | 100,00 | -100 | 0,00 | 100,00 |
| 1. Jahr | 0 | 8,57 | 108,57 | ./. | 7,79 | 100,00 |
| 2. Jahr | 10 | 9,30 | 107,87 | ./. | 8,40 | 100,00 |
| 3. Jahr | 25 | 9,24 | 92,11 | ./. | 9,05 | 100,00 |
| 4. Jahr | 100 | 7,89 | 0,00 | 135 | 9,76 | 100,00 |

satz angelegt werden. Das heißt: je früher der Anleger sein Kapital, welches er in einen Fonds investiert hat, zurückgezahlt erhält, desto niedriger ist das in einem geschlossenen Fonds noch gebundene Kapital, das sich zum IRR-Zinssatz verzinst. Nur wenn die Einlagen der Anleger vorübergehend desinvestiert werden, kann sich eine Investitionsreihe ergeben, bei der es zu einer Wiederanlage der dabei entstehenden Überschüsse zum internen Zinsfuß kommt, wobei dieses Problem durch die „MISF“-Methode gelöst werden kann. Dabei kann auch die Problematik der Nicht-Eindeutigkeit des internen Zinsfußes entstehen. Ein geschlossener Fonds weist aber in der Regel keine geplanten Desinvestitionszeiträume auf und demnach ist die Berechnung der Rendite eines geschlossenen Fonds auf der Basis des IRR-Zinssatzes vom Grundsatz her nicht sachfremd und die Berechnungsweise demnach auch nicht irreführend.

Da die IRR-Methode wie zuvor gezeigt, nicht die Wiederanlage von erfolgten Ausschüttungen zum internen Zinsfuß vornimmt, einfach nachvollziehbar ist und geplante Investitionszahlungen berücksichtigt, sollte die IRR-Methode zur Berechnung der Rendite eines geschlossenen Fonds verpflichtend eingeführt werden.

Ausblick und Empfehlung zur Aufklärung des Anlegers

Zum Schutz der Anleger muss dabei verpflichtend darauf hingewiesen werden, dass die IRR-Methode nicht geeignet ist, die Rendite eines relativ risikoreichen geschlossenen Fonds mit der eines festverzinslichen Wertpapiers zu vergleichen, bei dem die Ausschüttungen wie bei einem Sparbuch sicher und im Hinblick auf den Zeitpunkt der Auszahlung in der Regel festgelegt sind. Selbst der Vergleich von geschlossenen Fonds anhand der IRR-Rendite ist pro-

blematisch, da wie oben gezeigt, neben der Rendite weitere Auswahlkriterien die Vorteilhaftigkeit eines geschlossenen Fonds bestimmen.

Dem Anleger muss klar sein, dass sich der IRR-Zinssatz auf das in dem geschlossenen Fonds jeweils gebundene Kapital bezieht und nicht auf das zu Fondsbeginn eingezahlte Kapital. Deshalb wäre es wünschenswert, wenn der Gesetzgeber im Hinblick auf die Verwendung der IRR-Methode zur Ermittlung der Rendite eines geschlossenen Fonds eine fest vorgegebene allgemein verständliche Formulierung vorgibt, die auf diesen Sachverhalt hinweist und die verpflichtend ist.

Gegebenenfalls muss der Anleger im Zeichnungsschein die Kenntnisnahme der Problematik der IRR-Methode durch seine Unterschrift bestätigen.

Auf diese Weise würden geschlossene Fonds nicht mehr per se ein „Grauer Markt“ sein, sondern könnten aufgrund ihrer zahlreichen Vorteile weiterhin als interessante Finanzprodukte die individuellen Wünsche der Kapital suchenden Unternehmen aber auch der Kapital gebenden Anleger bedienen. **V&S**

Haftungssorgen der Anbieter und Emittentin mangels klarer gesetzlicher Vorgaben

Lediglich im IDWS4-Standard ist vermerkt, dass auf die Verwendung von mehrperiodischen Renditekennziffern (beispielsweise interner Zinsfuß) verzichtet werden sollte, für die Sensitivitätsanalyse gilt dieser Einwand jedoch nicht. Eine eindeutige Regelung zur Ermittlung der Rendite eines geschlossenen Fonds trifft der Gesetzgeber mit derartig offenen Aussagen nicht und so ist es verständlich, dass beispielsweise im neuen NextGen Games Fund I, angeboten von der Treuinvest Fonds GmbH, sowohl die IRR- als auch die RKR-Methode ausgewiesen werden.

Dipl.-Kfm. Björn Denhard, Vorstand
Sustainable Value Group AG, Heidelberg,
www.svggroup.eu