

Alternative Investmentfonds in der Finanzplanung

Praktische Hinweise für die Behandlung von geschlossenen Fonds und deren Bewertung.

von Volker Weg

Dipl.-Math. Volker Weg ist Geschäftsführer der XPS-Finanzsoftware GmbH und hat eine Ausbildung zum Aktuar (DAV) und Versicherungsmathematischen Sachverständigen für Altersvorsorge (IVS)



Der Prospekt bzw. die Beispielrechnung für den Anleger beinhaltet in der Regel die Unternehmensplanung für die unternehmerische Beteiligung, bestehend aus Liquiditätsplanung und steuerlicher Ergebnisplanung. Die auf den Anleger heruntergebrochene Verlaufsdarstellung stellt die Basis für die Erfassung in der Finanzplanung dar.

kann, die zu einem steuerlichen Gewinn in 2018 von 20.000 € führt, denen aber keinerlei Einnahmen gegenüberstehen. In der Finanzplanung wird für Ende 2016 eine Ausgabe gebucht und für 2018 ein steuerlicher Gewinn von 20.000 €.

Bewertung mit der Barwert-Methode („Discounted Cash-Flow“)

Finanzplanungen werden oft für Personen mit hohem Vermögen und guter Liquidität erstellt. Dieser Personenkreis ist ebenso Zielgruppe von Anbietern und Vermittlern von alternativen Investmentfonds, den früheren geschlossenen Fonds. Selbst wenn der Finanzplaner keine geschlossenen Fonds vermittelt, wird er bei seinen Finanzplanungen auf alternative Investmentfonds stoßen und muss sich mit deren Behandlung in der Finanzplanung befassen.

Unternehmerische Beteiligung mit „Blackbox-Prinzip“

Im Grunde stellt ein alternativer Investmentfonds aus Anlegersicht eine Blackbox dar. Zwar kann der Anleger das Geschäftsmodell hinter dem alternativen Investmentfonds verstehen, aber die Kalkulation, die sich dahinter verbirgt, ist so komplex, dass der Anleger diese kaum kritisch hinterfragen kann. Er zahlt die Zeichnungssumme zzgl. Agio ein und kann vielleicht dem Prospekt entnehmen, mit welchen Einnahmen in den nächsten Jahren gerechnet werden kann und wieviel davon zu versteuern ist. Ob die Prognosen realistisch sind, kann der Anleger nicht beurteilen, sondern muss auf die Kompetenz des Vermittlers und des Emissionshauses vertrauen.

Realität und Prospektverlauf

Wichtig ist natürlich, dass die in der Finanzplanung erfassten Verläufe realistisch sind. Wenn es Anzeichen gibt, dass geschlossene Fonds schlechter als prospektgemäß verlaufen, so führt eine prospektgemäße Erfassung zu entsprechenden Fehlern in der Finanzplanung. Eine realistische Prognose für einen laufenden geschlossenen Fonds zu erstellen, erfordert absolutes Expertenwissen. Vielleicht kann der Planer über das Emissionshaus eine aktualisierte Prognoserechnung erhalten. Wenn dies nicht möglich ist, kann der Planer sich eventuell mit konservativen, pauschalen Abschlägen behelfen. Im Extremfall kann der Planer die Ausschüttungen in der Finanzplanung sämtlich auf null setzen.

Beispiel „Fonds C“ (Worst-Case): Es handelt sich um eine Schiffsbeteiligung. Der Fonds wurde in Form einer KG aufgelegt und ist notleidend. Der Kunde hat in den vergangenen Jahren Ausschüttungen von insgesamt 10.000 € erhalten, die sein Kapitalkonto reduziert haben. Der Geschäftsführer des Fonds verlangt die Wiederauffüllung des Haftkapitals und Rückzahlung der erhaltenen Ausschüttungen. Hinzu kommt, dass mit einer Liquidation gerechnet werden

Finanzplanung geht über die Liquiditätsplanung hinaus und umfasst ebenso die Vermögensentwicklung. Benötigt werden neben realistischen Liquiditätsverläufen daher auch Wertentwicklungen für die alternativen Investmentfonds. Wie oben erläutert, stellt ein geschlossener Fonds mehr oder weniger eine Blackbox dar, die beschrieben wird über die Ausgaben, Einnahmen und die steuerlichen Ergebnisse der einzelnen Jahre. Insofern bleibt fast nichts anderes übrig als eben diese Ausgaben, Einnahmen und die steuerlichen Ergebnisse als Grundlage für das Bewertungsverfahren zu nehmen.

Als ersten Wertansatz könnte man die Summe der zukünftigen Einnahmen nehmen. Da die Einnahmen aber nicht heute kommen, sondern erst in einigen Jahren, ist klar, dass man die Einnahmen abzinsen muss. Statt der Summe muss man die Barwerte der Einnahmen und Ausgaben für die Bewertung nehmen.

Frage: Welchen Zins nimmt man für die Abzinsung? Es gilt, dass ein Käufer, der den Barwert für den Fondsanteil zahlt und in der Folge sämtliche Ausschüttungen erhält, eine Rendite in Höhe des Abzinsungssatzes auf seinen Kaufpreis

ALTERNATIVE INVESTMENT

erzielt. Damit ist klar, dass der Zins für die Abzinsung der Renditeerwartung eines potenziellen Investors entsprechen sollte. Der Zins muss daher ein risikoangemessener Zins sein. Für den Bereich der alternativen Investmentfonds liegt dieser Zins im Bereich von 6 bis 10 Prozent.

Ausnahmen sind Worst-Case-Verläufe wie oben geschildert. Hier handelt es sich nicht um Vermögenswerte, sondern um Verbindlichkeiten. Es verbietet sich, diese über hohe Abzinsungssätze „klein“ zu rechnen. Am einfachsten verzichtet man hier vollständig auf eine Abzinsung.

Die nächste Frage ist: Was ist mit dem steuerlichen Ergebnis? Der steuerliche Gewinn führt zu einer entsprechenden Steuerzahlung. Würde man das steuerliche Ergebnis im Bewertungsverfahren außen vor lassen, wären die zukünftigen Steuerzahlungen nicht berücksichtigt. Die Vermögenswerte wären also Bruttovermögenswerte vor Steuern. Nettovermögenswerte sind vorzuziehen, da diese auch mit dem netto investierten Kapital des Anlegers korrespondieren. Die Lösung ist, dass man dem Barwertverfahren einen Steuersatz mitgibt, der das steuerliche Ergebnis in eine fiktive Steuerzahlung, also Ausgabe, umrechnet. Da Bewertungsverfahren für Verkehrswerte tendenziell unabhängig von der besonderen steuerlichen Situation sein sollten, wird man mit einem Steuersatz um die 45 Prozent rechnen, was auch dem grundsätzlichen Vorsichtsprinzip in der Finanzplanung entspricht.

Erinnerungswert und Pareto-Prinzip

Die quantitative Analyse der geschlossenen Fonds kann so aufwändig werden, dass der Aufwand und die betriebswirtschaftlichen Kosten für die Finanzplanung explodieren und der Kunde nicht bereit ist, ein kostendeckendes Honorar zu zahlen. Oft steht der Aufwand auch nicht im Verhältnis zum Nutzen der detaillierten Analyse, weil die Fonds nichts mehr wert sind

oder nur einen geringen Anteil am Gesamtvermögen ausmachen. Das Pareto-Prinzip bietet hier einen Ausweg: Mit 20 Prozent Aufwand bekommt man 80 Prozent des Ergebnisses.

Bevor die Finanzplanung aus Kosten- und Aufwandsgründen gestrichen wird, sollte der Planer auf eine detaillierte Analyse der geschlossenen Fonds verzichten und mit „Erinnerungswerten“ arbeiten. Selbstverständlich muss die Finanzplanung einen deutlichen Hinweis dazu enthalten. Planerisch würden keinerlei Einnahmen, Ausgaben und steuerlichen Ergebnisse erfasst, sondern lediglich Erinnerungswerte im Wertverlauf und informativ die Zeichnungssum-

men, aus denen sich zumindest Haftungspotenziale ableiten lassen.

Schlussbemerkung

Liegen realistische Prognoseverläufe vor, so bietet das Barwert-Verfahren („Discounted-Cash-Flow“) ebenso realistische Wertverläufe. Professionelle Finanzplanungsprogramme wie beispielsweise der XPS-Vermögensplaner bieten hier komfortable und vollautomatische Unterstützung an. Ist eine realistische Datenbasis nur schwer zu beschaffen, bietet das Pareto-Prinzip mit dem Ansatz „Erinnerungswert“ die Möglichkeit, dennoch effizient zu einer guten Finanzplanung zu kommen.

Beteiligungen	Wert Jan 16	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1 Fonds A – „Neuer Fonds“										
Wert										
Einnahme		1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	20.000
Ausgabe		21.000								
Steuerl. Erg.		500	500	500	500	500	500	500	500	5.000
2 Fonds B – „Prospektverlauf“										
Wert										
Einnahme		3.000	3.000	3.000	4.800	4.800	4.800	40.000		
Ausgabe										
Steuerl. Erg.		200	200	200	200	200	200	20.000		
3 Fonds C – „Worst-Case“										
Wert										
Einnahme										
Ausgabe		10.000								
Steuerl. Erg.				20.000						

Sonderanlagen (Beteiligungen, Unternehmen, etc.)	Steuerl. Eink.-art	Zeichnungs-summe	Zeitwert aktuell	Wertberechnung (DCF)					Zins	Steuersatz
				Beginn	Ende	Methode				
1 Fonds A – „Neuer Fonds“	G	20.000		01.01.2016	01.12.2024	Barwert	8,0%	45%		
2 Fonds B – „Prospektverlauf“	G	40.000	31.800	01.01.2010	01.12.2022	Barwert	8,0%	45%		
3 Fonds C – „Worst-Case“	G	40.000	-19.999	01.01.2010	01.12.2018	Barwert		45%		

Beteiligungen	Wert Jan 16	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1 Fonds A – „Neuer Fonds“										
Wert		17.800	17.800	17.800	17.800	17.800	17.800	17.800	17.800	
Einnahme		1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	20.000
Ausgabe		21.000								
Steuerl. Erg.		500	500	500	500	500	500	500	500	5.000
2 Fonds B – „Prospektverlauf“										
Wert	31.800	31.200	30.500	29.800	27.100	24.200	21.000			
Einnahme		3.000	3.000	3.000	4.800	4.800	4.800	40.000		
Ausgabe										
Steuerl. Erg.		200	200	200	200	200	200	20.000		
3 Fonds C – „Worst-Case“										
Wert	-19.000	-9.000	-9.000							
Einnahme										
Ausgabe		10.000								
Steuerl. Erg.				20.000						