



INVESTMENT RATING
Geschlossene Fondsemissionen

METHODIK

2011

Investment Rating Geschlossene Fondsemissionen

Ausgangslage

Nach dem überwiegenden Wegfall der Steuervorteile Geschlossener Fondsemissionen ist die Performance heute das zentrale Kriterium für die Qualitätsbeurteilung dieser Fondsprodukte. Beteiligungsmodelle stehen inzwischen im intensiven Wettbewerb mit anderen Investmentmöglichkeiten und müssen sich einem umfassenden Vergleich durch Vermögensverwalter, Vertriebe und durch die Anleger stellen, der nicht an den Grenzen einzelner Assetklassen haltmacht.

Dem Bedürfnis von Investoren und Finanzdienstleistern, Beteiligungsmodelle mit börsennotierten Investments wie Aktien- und Rentenfonds, REITs oder Zertifikaten zu vergleichen, folgt die Analysemethodik der Scope Analysis.

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 grundlegende Ziel von Scope Analysis ist die Verbesserung der Markt- und Produkttransparenz im Sinne der Finanzinstitutionen, die wir in ihrem Selektionsprozess unterstützen.

Ratingstufen

Scope bewertet das Management von Unternehmen in neun Stufen auf einer Skala von AAA bis D. Um mögliche Tendenzen aufzuzeigen, können die Ergebnisse durch Plus- oder Minuszeichen ergänzt werden.

Aufbereitung, Veröffentlichung und Gültigkeit des Ratings

Ziel der Analysemethodik ist neben besserer Vergleichbarkeit auch die Erhöhung von Präzision und Prägnanz unserer Ratingberichte. Jedes Rating basiert auch weiterhin auf einem detaillierten Bericht. Dieser ist nun aber mit rund 15 Seiten im Analyseteil und der gleichen Länge im Anhang wesentlich komprimierter und übersichtlicher gestaltet.

Innerhalb der Hauptkategorien gibt die Analyse einen fundierten Überblick der relevanten Faktoren – sowohl grafisch als auch textlich. 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. Wir erreichen damit nicht nur einen neuen Grad der Transparenz unserer Analysen, sondern ermöglichen es Ihnen darüber hinaus besser als zuvor, die Beurteilung durch die Scope Analysis mit Ihren eigenen Erwartungen und Meinungen abzugleichen.

Das Rating tritt mit der Veröffentlichung des Ratingberichts in Kraft und ist bis zur Platzierung des Fonds gültig. In diesem Zeitraum findet eine Überwachung der relevanten Faktoren statt. Scope behält sich vor, das Rating im Fall entscheidender Veränderungen entsprechend anzupassen. Steht das Rating auf der Watchlist mit positivem, neutralem oder negativem Ausblick, wird es einer intensiven Überprüfung unterzogen.

Jeder Analysebericht wird mit Abschluss des Ratingverfahrens auf der Scope-Informationsplattform veröffentlicht. Dort, unter www.scope.de, können Sie die Ergebnisse der Analyse einsehen.

Nutzen

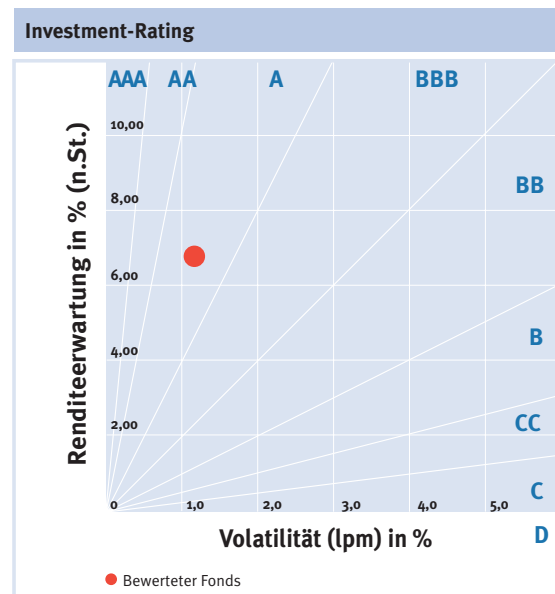
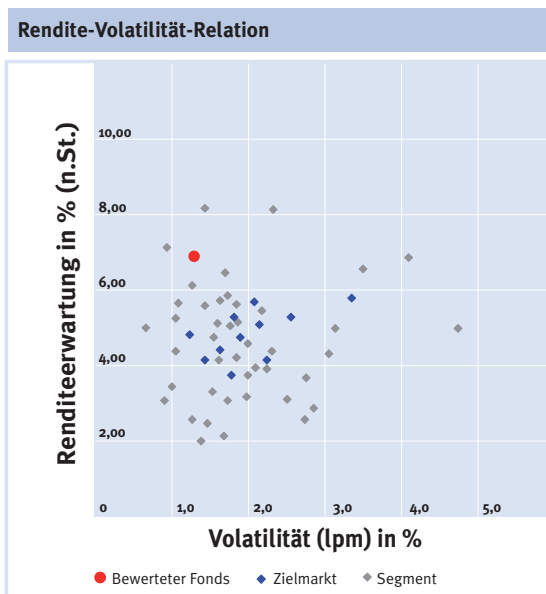
Das Rating soll dem Nutzer dazu dienen, mit Hilfe einer neutralen Bewertung die Investmentqualität einer Fondsbeteiligung realistisch einschätzen zu können und damit die Vertrauensbildung in der Branche Geschlossener Fonds zu unterstützen. Es ist davon auszugehen, dass speziell Produktentscheider und Vertriebe ein solches Investment Rating bei der Auswahl ihrer Produkte zunehmend mehr berücksichtigen werden. Das Vorliegen eines Investment Ratings gilt bei vielen Banken und Sparkassen als wesentliche Voraussetzung bei der Produktauswahl. Zudem gibt es dem Zielunternehmen auch eine Übersicht über die eigenen Stärken und Schwächen.

Folgende Kernfragen beantworten unsere Ratingberichte:

- Welcher Rendite-Korridor des Fonds lässt sich aus der Simulation unterschiedlicher Marktverläufe (high-/low-case-Szenarien) ableiten?
- Wie hoch ist die zu erwartende Rendite (Erwartungswert)?
- Wie stark kann diese Rendite schwanken (Volatilität) – d.h. mit welchem Risiko ist das betreffende Investment verbunden?
- Ist das Verhältnis von Rendite und Risiko ausgewogen? (Sharpe Ratio)
- Wie hoch ist der potenzielle maximale Verlust? (value-at-risk)
- In wieviel Prozent aller Fälle erhält der Anleger zumindest sein eingesetztes Kapital zurück? (break-even-Wahrscheinlichkeit)
- Welche Risikofaktoren sind für das Gesamtrisiko des Fonds maßgeblich? (Verteilung der Volatilität)
- Wie hoch ist der Einfluss des Markts (beta) und des Managements (alpha) auf die Performance des Fonds?
- Wie stark ist die Rendite mit Fremdfinanzierung gehebelt? (Leverage-Effekt)
- Wo liegen die Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken des Investments? (SWOT-Analyse)

Renditen Sensitivität				
	Rendite		Ausschüttung	
	v.St.	n.St.	v.St.	n.St.
Renditeerwartung	7,2%	7,1%	263,1%	260,7%
High-Case	8,6%	8,5%	301,7%	299,3%
Low-Case	5,7%	5,6%	222,8%	220,4%
Prognose Initiator	7,6%	7,5%	255,4%	252,9%

Kennzahlen Sensitivität	
Volatilität (lpm)	1,2%
Sharpe Ratio (lpm)	5,9
Alpha	0,2%
Beta	6,9%
Leverage	2,2%
Break-Even-Wahrscheinlichkeit	> 99%
Value at Risk (1%)	0%



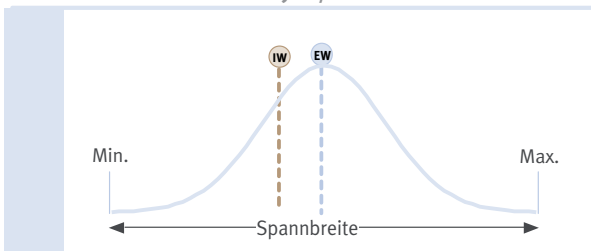
Die Methodik

Im Gegensatz zu Kapitalanlagen wie Aktien oder Offenen Fonds verfügen Geschlossene Fondsemissionen nicht über eine historische Performance in Form einer Kursentwicklung oder einer Ausschüttungsreihe. Will man eine Geschlossene Fondsemission bewerten, bleibt nur der Blick in die Zukunft, d.h. die Prognose der möglichen Entwicklungen des Investments auf Basis der bereits heute bekannten Daten. Eine Möglichkeit ist z.B. das Eintreffen der Renditeprognose des Emissionshauses. Sie ist allerdings nur einer von zahlreichen Fällen, die eintreten können. Die Aufgabe der Analysten ist es nun, aus allen Renditeergebnissen, die sich aus ganz unterschiedlichen Verläufen des Investments ergeben können, die durchschnittlich zu erwartende Rendite herauszufiltern.

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 natürlich in keiner Weise 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:

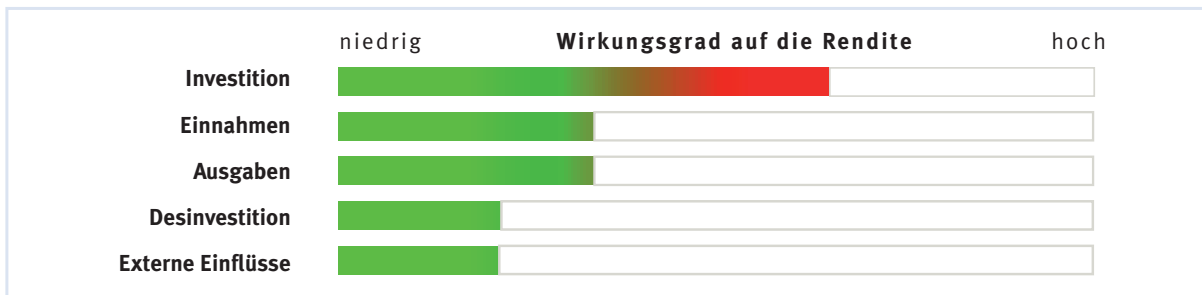
- Zunächst bestimmen die Analysten, welche Faktoren auf Rendite und Risiko des Fonds einwirken und in der Zukunft schwanken können. Die Anzahl der Variablen liegt zwischen 5 und 20 je nach Komplexität des Fonds; sie sind in die Hauptkategorien „Investition“, „Einnahmen“, „Ausgaben“, „Desinvestition“ sowie „externe Einflüsse“ gegliedert. Für die einzelnen Variablen werden jeweils Spannbreiten, Erwartungswerte und die Ausprägung ihrer statistischen Wahrscheinlichkeitsverteilung definiert.

■ Variable: Wechselkurs JPY/USD



Spannbreite	83,02 - 154,18
Wert Initiator (IW)	110,00
Erwartungswert (EW)	118,60
Einflussgrad rel.	8%
Einflussgrad abs.	0,10%

Der Initiator plant, das Schiffshypothekendarlehen nach Übernahme des Schiffes zu 70% in USD und zu 30% in JPY zu valutieren. Damit sind geringe Teile der Schiffsbetriebskosten sowie die Tilgung eines Anteils der Schiffsbetriebskosten Wechselkursrisiken unterworfen. Da keine Sicherungsgeschäfte für die Betriebsphase abgeschlossen wurden, bestehen Risiken für das Betriebsergebnis und die Auszahlungen an die Anleger. Der Initiator kalkuliert durchgängig mit einem Wechselkurs von 110 JPY/USD. Dies erscheint aus heutiger Sicht ausreichend konservativ. Das durchschnittliche Wechselkursverhältnis JPY/USD lag im vergleichbaren 15 Jahres-Zeitraum bei 118,6 JPY/USD. Die japanische Währung hat sich in den vergangenen Jahren mit Ausschlägen nach unten von 30% und nach oben von fast 34% hoch volatil entwickelt.



- Der Einfluss des Managements auf die Performance des Investments wird mit Hilfe des sogenannten Managementfaktors (alpha) einbezogen. Es wird unterstellt, dass das Management sowohl die Rendite als auch das Risiko einer Beteiligung positiv oder negativ beeinflussen kann. Ausgangsbasis ist eine durchschnittliche Managementbewertung über den gesamten Markt (alpha gleich null). Entsprechend können positive oder negative alpha-Werte ausgewiesen werden. Ein negatives alpha gibt an, dass die Bewertung des Managements unter dem Marktdurchschnitt liegt und sich negativ auf die Performance des Fonds auswirken kann.

- Der Blind-Pool Faktor (BPF) definiert die makroökonomischen Risiken, die sich grundsätzlich aus einer Blind-Pool Konstruktion ergeben und trägt damit der erhöhten Bedeutung des Managements bei derartigen Konstruktionen Rechnung. Der Blind-Pool Faktor wirkt hierbei unmittelbar auf den Managementfaktor ein. Der Faktor liegt dabei systemisch bedingt zwischen 0,1 und 1,0 wobei vollständig reduzierte Blind-Pool Risiken einem Faktor von 1,0 entsprechen, d.h. das Blind Pool Risiko ist hierbei eliminiert. Die Werte werden segmentspezifisch gewichtet.

Die Aufteilung der Parameter stellt sich wie folgt dar:

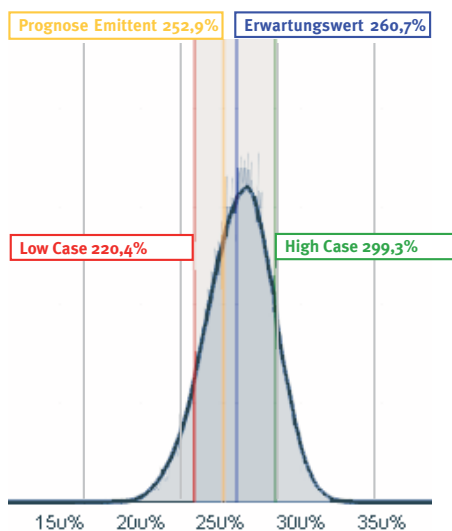
- Marktkonkurrenz
- EK Platzierungsstärke (historisch)
- Umsetzung der Investitionsstrategie (historisch)
- Qualität Partner / Asset Management
- Spezifische Segmenterfahrung
- Qualität der Investitionskriterien

Der mathematische Ausdruck für die Berechnung des Faktors Managementeinfluss lautet:

$$MF_E = MF * (BPF + ((1 - \frac{BP_I}{100}) * (1 - BPF)))$$

- MF_E - Faktor Managementeinfluss
- MF - Managementfaktor
- BPF - Blind-Pool Faktor
- BP_I - Prozentualer Blind-Pool Anteil an der Gesamtinvestition

Gesamtausschüttung nach Steuern



- 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.

Das Ergebnis sind 10.000 mögliche Renditeergebnisse. Die Renditen kommen in unterschiedlicher Häufigkeit vor und ergeben wiederum eine eigene Verteilung, aus der sich genau die gewünschte Information ablesen lässt - die erwartete, also wahrscheinlichste Rendite und ihre Schwankungsbreite – also das Risiko – des betrachteten Investments.

Ratingergebnisse

Am Ende der Analyse werden alle ermittelten Werte zu einem Investment-Rating in Form einer Buchstabennote verdichtet. Die Ratingskala mit neun Stufen von AAA bis D sowie die Tendenzangaben durch Plus- und Minus-zeichen haben auch weiterhin Bestand.

Investment-Rating						A		gut	
Basis-Rating									
Renditeerwartung			A	hoch	Volatilität (lpm)			A	gering

Die Note ergibt sich aus dem modifizierten Sharpe-Ratio, dem Quotienten aus der erwarteten Rendite und der Volatilität (lpm). Dies bedeutet, dass diejenigen Fonds am besten abschneiden, bei denen Rendite und Risiko in besonders günstigem Verhältnis stehen. Fonds mit einer hohen erwarteten Rendite und hoher Volatilität (lpm) können dabei genauso gute Bewertungen erhalten wie Beteiligungsmodelle, bei denen beide Variablen niedriger ausgeprägt sind. Das Verhältnis aus beiden Variablen ist entscheidend, und dieser Umstand führt zu der gewünschten Vergleichbarkeit mit Investments innerhalb und außerhalb der Kategorie Geschlossener Fondsemissionen.

SWOT-Analyse

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

<p>Stärken</p> <ul style="list-style-type: none"> - Schiff mit hoher Fertigungsqualität - Anzahlungsgarantien - Sehr lange Charter bei sicherer Adresse - Teilweise Schiffsbetriebskostengarantie - Weitgehende Zinsfestschreibung - Kein Unterschiedsbetrag durch reine Tonnagesteuer - Aus Anlegersicht reines USD-Investment 	<p>Schwächen</p> <ul style="list-style-type: none"> - Weitreichende Anschlussoption des Charterers - Kaufoptionen des Charterers - Vertragsreederbindung über die gesamte Laufzeit - Hoher Fremdkapitalanteil
<p>Chancen</p> <ul style="list-style-type: none"> - Konservative Annahmen zum JPY/USD-Kurs - Langfristig konservative Zinsannahmen 	<p>Risiken</p> <ul style="list-style-type: none"> - Marktsegment mit jungem Durchschnittsalter und kaum Abwrackungspotenzial - Oligopolistischer und eingeschränkter Markt - Annahmen zu den Einsatztagen - Im Branchenvergleich optimistische Annahmen zu den Klasse- und Dockungskosten - Währungsrisiken durch JPY-Teilfinanzierung

Glossar

■ Alpha

Der Einflussfaktor des Managements auf die Performance eines Investments. Es wird unterstellt, dass das Management sowohl die Rendite als auch das Risiko einer Beteiligung positiv oder negativ beeinflussen kann. Ausgangsbasis ist eine durchschnittliche Managementbewertung über den gesamten Markt (Alpha gleich Null). Entsprechend können positive oder negative Alphas ausgewiesen werden. Ein negatives Alpha gibt an, dass die Bewertung des Managements unter dem Marktdurchschnitt liegt.

■ Beta

Der Mittelwert der Renditen nach Steuern aller Szenarien ohne den Managementeinfluss.

■ Break-Even-Wahrscheinlichkeit

Bezeichnet in Prozent die Anzahl der Fälle, die im Rahmen der Sensitivitätsanalyse zumindest eine Rückführung des eingesetzten Kapitals darstellen. Aufgrund der allgemeinen Risikostrukturen bei Geschlossenen Fonds wird dieser Wert maximal auf größer 99% begrenzt.

■ 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 Spannbreite 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.

■ Leverage

Die Hebelwirkung auf die Rendite, die in der Initiatorprognose durch die Aufnahme von Fremdkapital erreicht wird. Dabei wird das Fremdkapital durch Eigenkapital ersetzt und alle Zahlungen, die durch die Fremdfinanzierung entstehen, abgezogen.

■ 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 Spannbreite von 0 bis 1,0 und entspricht dem Management Rating für das jeweilige Unternehmen im jeweiligen Segment (Bspw. besitzt ein Unternehmen ein Management Rating von 7,55 im Bereich Schiffe 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.

■ 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.

■ **Sharpe Ratio**

Das Verhältnis aus Renditeerwartung nach Steuern abzüglich eines risikolosen Zinses und der Volatilität. Als risikoloser Zinssatz ist der zum Zeitpunkt der Analyse geltende EURIBOR (1-Monats-Basis) definiert. Anstatt der einfachen Volatilität wird hier die Abwärtsvolatilität (Volatilität (lpm)) zu Grunde gelegt, die im Falle unsymmetrischer Renditeverteilungen ein besseres Risikomaß darstellt. Der ausgewiesene Quotient ist daher ein modifiziertes Sharpe Ratio.

■ **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.

■ **Value at Risk**

Der maximal mögliche Verlust in 99% aller berechneten Szenarien über die Laufzeit.

■ **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.

■ **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.

Ratingstufen

Investment Rating Geschlossene Fondsemissionen

AAA	hervorragend
AA	sehr hoch
A	hoch
BBB	erhöht
BB	leicht erhöht
B	mäßig
CC	minder
C	gering
D	sehr gering

Scope Analysis GmbH

Rosenthaler Str. 63-64
10119 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