



## Rating Methodik

Geschlossene Alternative Investmentfonds (AIF)

9. Juni 2017

### Kontakte

**Sonja Knorr**

Executive Director

+49 30 27891-141

[s.knorr@scopeanalysis.com](mailto:s.knorr@scopeanalysis.com)

**Frank Netscher**

Associate Director

+49 30 27891-138

[f.netscher@scopeanalysis.com](mailto:f.netscher@scopeanalysis.com)

**Stephanie Lebert**

Senior Analyst

+49 69 6677389-44

[s.lebert@scopeanalysis.com](mailto:s.lebert@scopeanalysis.com)

### Inhaltsverzeichnis

<b>1.</b>	<b>Einleitung .....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Bewertung der Vermögensgegenstände und ihrer Risiko- und Renditeparameter .....</b>	<b>5</b>
2.1	Asset-Parameter und Variablen .....	5
2.1.1	Kontinuierliche Verteilungen .....	6
2.1.2	Diskrete Verteilungen.....	7
2.2	Ergebnisse der Simulation .....	7
2.3	Einflussfaktoren auf das Risiko.....	8
2.4	Cashflow-Annahmen.....	8
<b>3.</b>	<b>Bewertung des Asset Managers .....</b>	<b>10</b>
3.1	Unternehmen .....	10
3.2	Investmentmanagement .....	10
3.3	Track Record .....	10
3.4	Operations, Governance und Risikomanagement .....	10
3.5	Einfluss der Asset Management Bewertung .....	10
3.6	Bewertung der Fondsstruktur.....	11
<b>4.</b>	<b>Fonds mit Blindpool-Struktur.....</b>	<b>12</b>
4.1	Bewertung von Blindpools .....	12
4.1.1	Teil A – Asset Manager.....	13
4.1.2	Teil B – Spezifischer Investmentmarkt.....	13
4.1.3	Teil C – Struktur.....	14
4.2	Bewertung von Semi-Blindpools .....	14
<b>5.</b>	<b>Risikoloser Zins und das Rating.....</b>	<b>15</b>
<b>6.</b>	<b>Anhang .....</b>	<b>16</b>
6.1	Monitoring .....	16
6.2	Rating-Skala für AIF.....	18
6.3	Risikoklassifizierung.....	19

### 1. Einleitung

Dieses Dokument beschreibt die Methodik von Scope Analysis ("Scope") für das Rating von geschlossenen alternativen Investmentfonds („AIF“ oder „Fonds“).<sup>1</sup> Die Methodik findet Anwendung auf alle AIF sowie Strukturen, bei denen die zu bewertende Entität als Eigenkapitalgeber eines Projekts oder Objekts fungiert – unabhängig von der jeweiligen Asset-Klasse<sup>2</sup>. Zur Anwendung dieser Methodik und in Anlehnung an die Richtlinie zur Regulierung Alternativer Investmentfonds Manager („AIFMD“)<sup>3</sup> definiert Scope einen AIF als kollektives Investment-Unterfangen,

- das Kapital bei einer Anzahl von Investoren einwirbt – mit dem Ziel, dieses entsprechend den festgelegten Investitionskriterien zugunsten dieser Investoren zu investieren;
- das nicht bereits durch die OGAW-Richtlinie reguliert wird<sup>4</sup>; und
- dessen Anteile vom Emittenten auf Verlangen des Anteilscheininhabers nicht vor dem Beginn der Liquidation oder Abwicklung zurückgekauft oder ausbezahlt werden.<sup>5</sup>

Scope behält sich zudem vor, auch hiervon abweichend strukturierte und damit eventuell nicht AIFMD-konforme Produkte unter dieser Methodik zu bewerten.

Das Rating eines AIF gibt Scopes Meinung über das Risiko-Rendite-Profil des Fonds wieder. Die Rendite wird definiert als der erwartete interne Zinsfuß (IRR) abzüglich des risikofreien Zinses, das Risiko als die Downside-Volatilität (abwärts gerichtete Volatilität) dieser Rendite. Das Rating für einen AIF stützt sich dabei auf ein modifiziertes Sharpe Ratio, das Sortino Ratio.

$$\text{Scope AIF Rating} = \frac{\text{erwarteter interner Zinsfuß} - \text{risikofreier Zins}}{\text{Downside Volatilität}}$$

Scope kalkuliert die Downside-Volatilität als Quadratwurzel der Downside-Abweichung der erwarteten Rendite, die auch als „Lower Partial Moment“ zweiter Ordnung (LPM2) bezeichnet wird.

$$\text{Downside Volatilität} = \sqrt{\text{LPM2}}$$

Scopes Rating-Skala für AIF reicht von 'aaa<sub>AIF</sub>' bis 'd<sub>AIF</sub>'.<sup>6</sup> Bei AIF mit einem Rating von 'aaa<sub>AIF</sub>' wird das Risiko-Rendite-Profil als exzellent bewertet, bei Fonds mit Ratings im 'bbb<sub>AIF</sub>'-Bereich gilt das Rendite-Risiko-Verhältnis als ausgeglichen. Ein Rating von 'bb<sub>AIF</sub>' oder unterhalb beschreibt die Risiko-Rendite-Relation als mäßig, sehr mäßig oder sogar schwach.

Der Rating-Prozess besteht aus drei analytischen Elementen:

1. einer Bewertung des Asset-Portfolios und seiner Risiko- und Rendite-Parameter;
2. einer Bewertung des Asset Managers und des Einflusses, den dieser auf die Fondsperformance nehmen kann; und
3. einer Bewertung der Fondsstruktur.

Das kombinierte Ergebnis dieser drei Schritte führt zu Scopes AIF-Rating. Hierbei wirken sich die Ergebnisse der Schritte zwei und drei – Bewertung des Asset Managers und der Fondsstruktur – direkt auf das Ergebnis der quantitativen Analyse (Schritt eins) aus.

<sup>1</sup> Diese Methodik ersetzt und erweitert die im April 2015 veröffentlichte Rating-Methodik für geschlossene AIF.

<sup>2</sup> Die Rating-Methodik für AIF, die in Schuldinstrumente investieren, ist in Scopes Rating-Methodik „Alternative Investmentfonds – Kreditfonds“ beschrieben.

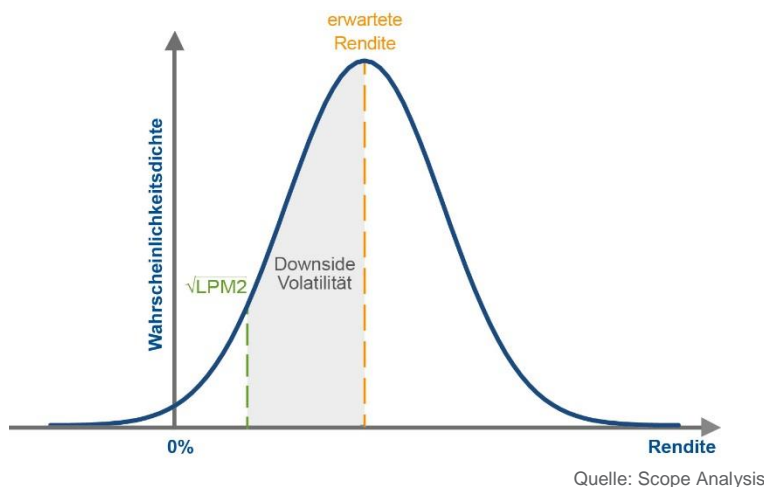
<sup>3</sup> Richtlinie 2011/61/EU. Im Rahmen dieser Methodik bezieht sich der Begriff AIF – wenn nicht explizit anders vermerkt – immer auf geschlossene AIF.

<sup>4</sup> Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren („OGAW“); siehe Richtlinie 2009/65/EC.

<sup>5</sup> Delegierte Verordnung der EU-Kommission (EU) Nr. 694/2014.

<sup>6</sup> Die Verwendung von kleinen Buchstaben in Verbindung mit dem Suffix "AIF" soll die Risiko-Rendite-Relation von Scopes AIF-Ratings wiedergeben und diese von Credit Ratings, die von Scope Ratings AG vergeben werden, deutlich abgrenzen.

Abbildung 1: Erwartete idealtypische Renditeverteilung eines AIF



Um die Risiko-Rendite-Relation eines Fonds zu bewerten, führt Scope eine Simulation<sup>7</sup> der Variablen durch, die die erwartete Rendite und deren Volatilität beeinflussen. Das Ergebnis ist eine Wahrscheinlichkeitsverteilung der Fondsrendite (siehe Abbildung 1).

**Neben dem Rating des AIF gewinnt Scope weitere Informationen aus diesem Prozess, wie z. B.:**

- eine erwartete **Rendite-Spanne** und deren obere (high case) und untere (low case) Grenze. Die Spanne umfasst mit 95 Prozent der Ergebnisse die wahrscheinlichsten Renditen des Fonds;
- die Wahrscheinlichkeit, dass der Fonds eine Rendite von  $\geq 0\%$  erreicht (**Break Even-Wahrscheinlichkeit**);
- die **Wahrscheinlichkeit, dass die Investoren Verluste erleiden**; und
- den **Value-at-Risk**, d. h. die Verlusthöhe (in Prozent), welche mit einer Wahrscheinlichkeit von 99% nicht überschritten wird.

<sup>7</sup> Scope führt eine Monte-Carlo-Simulation durch, um eine Verteilung der möglichen Renditen zu generieren.

## 2. Bewertung der Vermögensgegenstände und ihrer Risiko- und Renditeparameter

Die Rendite eines AIF ist eine Funktion aus dem Cashflow der Fonds-Assets und der Zuordnung dieses Cashflows zu den Verpflichtungen des Fonds – typischerweise Fremdkapitaldienst und Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber. Für jeden zu bewertenden Fonds erstellt Scope ein eigenes Cashflow-Modell, das die Struktur des Fonds widerspiegelt – so wie sie im Emissionsprospekt oder in weiteren Transaktionsdokumenten dargelegt ist.

### 2.1 Asset-Parameter und Variablen

Der Cashflow aus den Assets des Fonds ist eine Funktion, die sich aus den Parametern der folgenden fünf Bereiche zusammensetzt:

- Investitionsphase
- Laufende Einnahmen
- Laufende Ausgaben
- Desinvestitionsphase
- Makroökonomische Faktoren

Jeder dieser Parameter kann wiederum von einer Vielzahl von Variablen bestimmt werden. Während einige der Variablen konstant sein können, schwanken andere und ändern sich im Zeitablauf. Einige Variablen hängen von der Asset-Klasse ab, in die der Fonds investiert. Andere wiederum sind allen Fonds gemein.

Im Rahmen der Analyse überprüft Scope den Einfluss jeder Variablen auf den Cashflow des Fonds. Tabelle 1 gibt eine nicht abschließende Übersicht über die Variablen, die üblicherweise bei den wichtigsten Asset-Klassen berücksichtigt werden:

**Tabelle 1: Performance-Parameter und typische Variablen eines AIF**

	Allgemeine Variablen	Immobilien	Erneuerbare Energien	Transport
<b>Investitionen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kaufpreis</li> <li>• Anschaffungsnebenkosten</li> <li>• Initialkosten</li> <li>• Entwicklungs- und Konstruktionskosten</li> <li>• Fertigstellungszeitpunkt</li> <li>• Vorauszahlungen</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Installationskosten</li> </ul>	
<b>Einnahmen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verzinsung liquider Mittel</li> <li>• Geografische Korrelation und Korrelation mit anderen Asset-Klassen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Miethöhe</li> <li>• Werterhaltungsklauseln</li> <li>• Ausfall des Mieters</li> <li>• Mietvertragslaufzeit</li> <li>• Marktmiete</li> <li>• Leerstandsperioden</li> <li>• Leerstandsrate</li> <li>• Ausübung Verlängerungsoption</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Energieertrag</li> <li>• Kapazitätsfaktor / Wärmeleistung</li> <li>• Einspeisevergütung</li> <li>• Energiepreise</li> <li>• Laufzeit des Abnahmevertrags</li> <li>• Ausfall des Abnehmers</li> <li>• Degradation</li> <li>• Ausfallzeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leasing- oder Charrerate</li> <li>• Ausfall des Mieters</li> <li>• Laufzeit des Leasing-/Chartervertrags</li> <li>• Marktrate</li> <li>• Ausübung Verlängerungsoption</li> <li>• Verfügbarkeit und Ausfallzeiten</li> </ul>
<b>Ausgaben</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verwaltungs- und Managementgebühren</li> <li>• Instandhaltungskosten</li> <li>• Kosten bei Ausfall einer Gegenpartei</li> <li>• Versicherungskosten</li> <li>• Kapitaldienst für Schuldinstrumente</li> <li>• Überziehungszinsen</li> <li>• Steuern</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundstückskosten</li> <li>• Wiedervermarktungskosten</li> <li>• Revitalisierungskosten</li> <li>• Umbau- oder Rekonfigurationskosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundstückskosten</li> <li>• Vermarktungskosten</li> <li>• Wartungskosten</li> <li>• Kosten für technische Betriebsführung</li> <li>• Kosten des Brennstoffs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rückkaufkosten</li> <li>• Kosten für die Wiedervermarktung</li> <li>• Service- und Inspektionsgebühren</li> <li>• Kosten für die Rekonfiguration</li> <li>• Kosten für Wiederinbesitznahme</li> </ul>
<b>Desinvestitionen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verkaufspreis</li> <li>• Put- oder Call-Option</li> <li>• Verkaufsnebenkosten</li> <li>• Erfolgsbeteiligungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vertraglich festgelegter Verkaufspreis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Abbau- und Entsorgungskosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vertraglich festgelegter Verkaufspreis</li> <li>• Schrottwert</li> <li>• Restwert</li> </ul>
<b>Makroökonomische Faktoren</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wechselkurse</li> <li>• Zinsniveau</li> <li>• Inflation</li> <li>• Rohstoffpreise</li> <li>• Korrelationen</li> </ul>			

Quelle: Scope Analysis

Scope wird alle Variablen, die die erwartete Rendite des Fonds beeinflussen, im Rahmen ihrer Simulation berücksichtigen und ihnen Erwartungswerte zuordnen. Dabei wird die Verteilung verwendet, die am besten zur jeweiligen Variablen und den zugrunde liegenden Daten passt. Scope verwendet hierbei zum einen Daten, die vom Anbieter des Fonds zur Verfügung gestellt werden (z. B. Wert- oder Ertragsgutachten) und stützt sich zum anderen auf eigene vermögenswertespezifische Datenbanken und Research, aber auch auf unabhängige Drittanbieter (bspw. Marktpreisstudien oder historische Wertentwicklungen). Hierbei kann die Anzahl von historischen Datenpunkten variieren. Während bei einigen Variablen (bspw. Wechselkurse und Zinsraten, Immobilienpreise und Ausfallraten) umfangreiche Daten vorliegen, kann die Datenlage bei anderen Variablen eher eingeschränkt sein (bspw. Zweitmarktpreise von bestimmten Flugzeugtypen).

Scope verwendet verschiedene Typen von Verteilungsfunktionen in ihrer Simulation:

### 2.1.1 Kontinuierliche Verteilungen

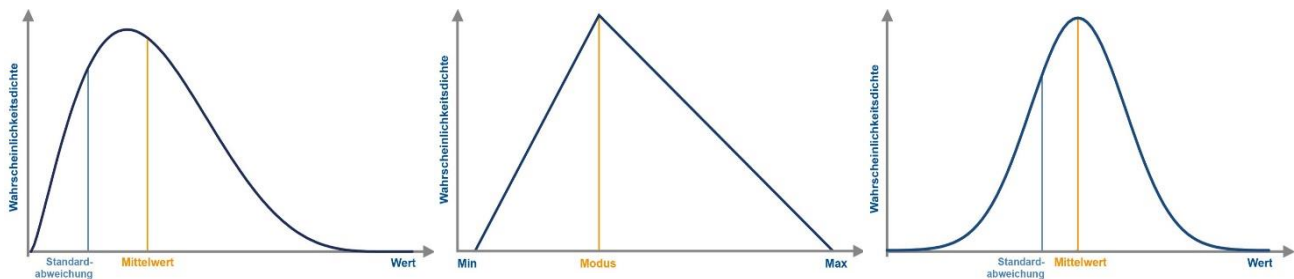
#### Bei begrenzten Intervallen: Trianguläre und Beta-Verteilungen

Diese Verteilungen werden verwendet, wenn eine Variable nur innerhalb eines begrenzten Intervalls liegen kann. Die Ober- und Untergrenze wird auf Basis von Marktdaten und Erfahrungswerten festgelegt. Ein Beispiel für die Anwendung einer solchen Verteilung ist die Wahrscheinlichkeit des Mieterverbleibs in einer Immobilie.

#### Bei einseitig begrenzten oder gänzlich unbegrenzten Intervallen: beispielsweise Normal-, Log-Normal- oder Weibull-Verteilungen

Diese Verteilungen werden verwendet, um auch extreme Ereignisse zu erfassen. Sie verfügen entweder über eine Unter- oder Obergrenze oder sind vollständig unbegrenzt. Die Parameter der Verteilungen werden entweder empirisch aus den bestpassendsten Algorithmen, die auf der Grundlage von Marktdaten gebildet wurden, abgeleitet oder können anhand mehrerer Parameter von den Analysten definiert werden. Ein Beispiel, bei der eine solche Verteilung angewendet wird, ist der Ertrag eines Windparks.

**Abbildung 2: Typische Beispiele für Beta-, trianguläre und Normalverteilung**

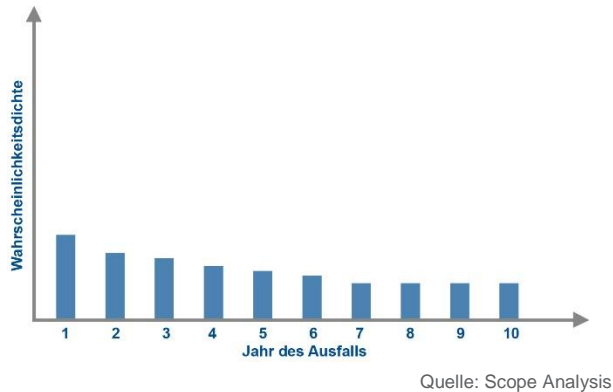


Quelle: Scope Analysis

### 2.1.2 Diskrete Verteilungen

Diese Verteilung findet Anwendung, wenn das potenzielle Ergebnis einer Variablen nur diskret sein kann (im Gegensatz zu kontinuierlich). Ein Beispiel für die Anwendung einer solchen Verteilung ist die Simulation des Ausfalljahres einer Gegenpartei, wie z. B. des Mieters oder Leasingnehmers.

Abbildung 3: Beispiel für eine diskrete Verteilung



Makroökonomische Faktoren wie Wechselkurse, Zinsraten und Inflationshöhen werden ebenfalls simuliert und der zugrunde gelegte Erwartungswert jeder Variable wird fortlaufend von Scope aktualisiert. Um mögliche Korrelationen im Portfolio zu erfassen, verwendet Scope sowohl auf Ebene der makroökonomischen Variablen als auch auf Ebene der jeweiligen Performance-Variablen Korrelationsannahmen. Diese richten sich dabei individuell an der Art der Vermögenswerte und der Zusammensetzung des Portfolios aus. Beispielsweise werden unterschiedliche Korrelationsannahmen in Abhängigkeit vom Standort der unbeweglichen Vermögenswerte (z. B. Immobilien oder erneuerbare Energien) oder von der Charakteristika der beweglichen Vermögenswerte (z. B. Flugzeug- oder Schiffstyp) getroffen.

Die Simulation aller relevanten Variablen innerhalb ihrer festgelegten Verteilungen und unter Berücksichtigung der jeweiligen Erwartungswerte erfolgt parallel im Rahmen der Monte-Carlo-Simulation. Hierbei führt jede Iteration der Simulation zu einem einzelnen Cashflow mit erwarteter Rendite. Um die Sensitivität gegenüber einzelnen Iterationen zu reduzieren und die Robustheit der Ergebnisse zu erhöhen, führt Scope im Regelfall 100.000 Iterationen durch, welche zu 100.000 Cashflows mit den dazugehörigen erwartenden Renditen des Fonds führen.<sup>8</sup>

## 2.2 Ergebnisse der Simulation

Die **erwartete Rendite** des Fonds ist die Summe der Einzelrenditen aus den Iterationen der Monte-Carlo-Simulation – gewichtet mit ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit (siehe Abbildung 4). Jeder Punkt auf der Rendite-Funktion markiert ein potenzielles Ergebnis der Fondsrendite mit der zugehörigen Wahrscheinlichkeit.

Das Risikomaß **Downside-Volatilität** ist die Quadratwurzel der LPM2 (Lower Partial Moments zweiter Ordnung), die wiederum die Summe der quadrierten Differenzen zwischen der erwarteten Rendite und allen Renditen unterhalb dieses Wertes, geteilt durch die Anzahl der Fälle unterhalb des Erwartungswertes, ist. Dieser Wert gibt dem Investor Aufschluss über die potenzielle Negativabweichung der tatsächlichen von der erwarteten Rendite des Fonds.

Da die tatsächliche Fondsrendite aller Wahrscheinlichkeit nach nicht genau der erwarteten Rendite (Erwartungswert) entspricht, wird Scope zudem die Ober- (**high case**) und Untergrenze (**low case**) eines Renditekorridors nennen, der 95 Prozent der simulierten Fondsrenditen umfasst.

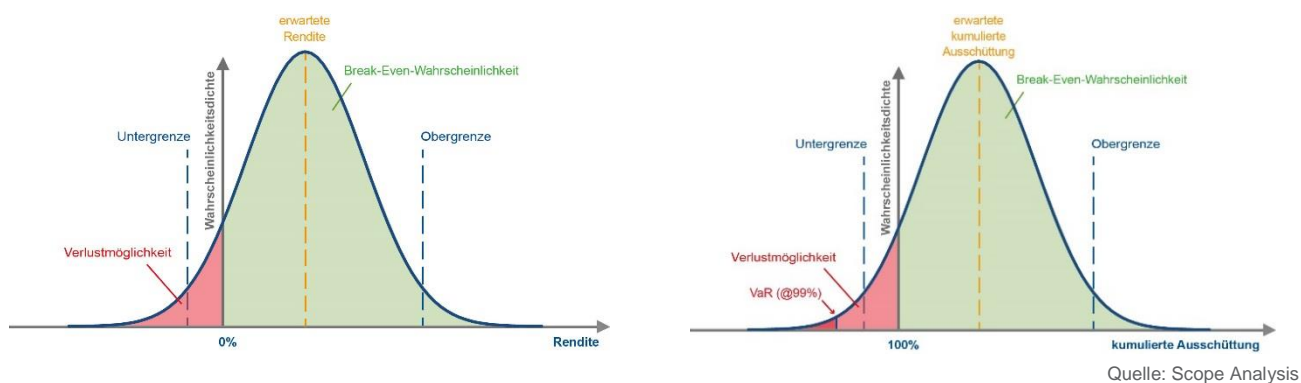
Die Rendite der Eigenkapitalinvestoren wird immer auf Basis ihrer Bruttoanlagesumme errechnet. Dagegen wird die tatsächliche Summe, die der Fonds investiert, geringer sein, nämlich abzüglich der Initial-Kosten wie Gebühren für die Eigenkapitalvermittlung, den Fondsanbieter, Asset Manager, Rechtsberater und andere Dienstleister. Scope wird diese **Initial-Kosten** in seinem Rating-Report hervorheben, da ihre Auswirkung auf die Fondsrendite von erheblicher Bedeutung sein kann.

<sup>8</sup> Sollte dies nicht ausreichen, um auch extreme Ereignisse zu erfassen, wird die Anzahl der Simulationen erhöht.

Andere Risikomessgrößen, die dem Investor zur Verfügung gestellt werden, sind die Break Even-Wahrscheinlichkeit, die Verlustwahrscheinlichkeit und der Value-at-Risk. Die **Break Even-Wahrscheinlichkeit** markiert die Wahrscheinlichkeit, dass der Fonds eine Rendite von mehr als null Prozent generiert, das heißt, dass die Investoren mindestens ihre Einlage zurückerhalten. Opportunitätskosten des Investors sind hierbei nicht Gegenstand der Analyse.

Die **Verlustwahrscheinlichkeit** drückt die Wahrscheinlichkeit eines Verlusts für die Investoren aus und stellt somit die Gegenwahrscheinlichkeit zur o. g. Break Even-Wahrscheinlichkeit dar. Der **Value-at-Risk** (VaR) markiert den Verlustpunkt für Investoren, welcher mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 Prozent nicht überschritten wird. Er wird von Scope über die kumulierten Renditen des Fonds errechnet.

**Abbildung 4: Jährliche und kumulierte Renditeverteilungen**

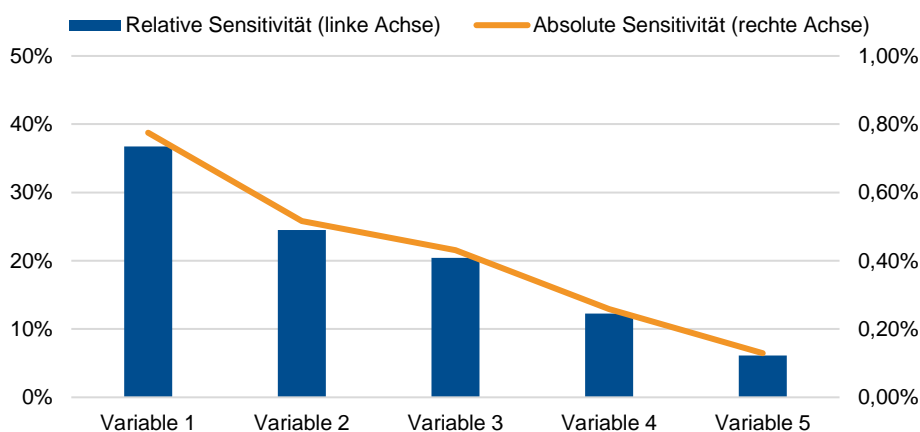


Quelle: Scope Analysis

### 2.3 Einflussfaktoren auf das Risiko

Scope wird auch die Risikofaktoren in seinem Risiko-Rendite-Rating abbilden, d.h. die Faktoren mit dem größten Einfluss auf die Volatilität des AIF.<sup>9</sup> Auf Basis einer multivariaten (schrittweisen) linearen Regression der Rendite errechnet Scope sowohl die absolute als auch die relative Sensitivität der Rendite in Bezug auf die verschiedenen Variablen. Während der absolute Einfluss es dem Investor ermöglicht, die verschiedenen Variablen innerhalb eines AIF miteinander zu vergleichen, erlaubt der relative Einfluss, die Sensitivitäten-Struktur eines Fonds mit der eines jeden anderen zu vergleichen.

**Abbildung 5: Einflussfaktoren auf die Volatilität bei AIF**



Quelle: Scope Analysis

### 2.4 Cashflow-Annahmen

Die Zeitpunkte der verschiedenen Zahlungsströme sind entscheidend für die Rendite, die ein Fonds erzielen wird. Scope wird in der Regel die Annahmen des Fondsmanagers zum zeitlichen Investitionsablauf als Ausgangspunkt verwenden. Allerdings wird

<sup>9</sup> Volatilität wird definiert als Standardabweichung von allen Renditen, die höher oder niedriger als der Erwartungswert sind.



Scope bei allen Investitionen, die noch nicht gesichert oder für die noch keine Absichtserklärung unterschrieben wurde, Annahmen zum Übergangszeitpunkt treffen. Dabei handelt es sich um eine Verzögerung der Investition, die der Fonds plant (bspw. Zeitpunkt des Netzanschlusses bei erneuerbaren Energien oder Fertigstellung einer Immobilie), einen Lieferverzug (bspw. verzögerte Ablieferung eines Schiffs oder Flugzeugs) oder die Tatsache, dass kein geeignetes Objekt auf dem Markt erhältlich ist.

Annahmen hinsichtlich des Zeitpunkts der wirtschaftlichen Übergabe der Investitionsgegenstände sowie andere zeitliche Faktoren, die insbesondere während der Fondslaufzeit relevant sind – beispielsweise Leerstandsperioden oder Wiedervermarktungszeiträume - werden in der Regel über kontinuierliche Verteilungen modelliert. Abweichend hiervon wird Scope in Einzelfällen Annahmen zu festen Zeitpunkten treffen, die vom jeweiligen Asset und, falls verfügbar, von anderen veröffentlichten Kriterien abhängen.

Wenn die Fondskonstruktion erlaubt, dass der Fondsmanager freie Liquidität nach eigenem Ermessen verwenden darf, unterstellt Scope, dass der Fonds jegliche überschüssige Liquidität so bald als möglich auszahlt, um den Zeitwert des Kapitals für die Investoren zu maximieren. Für jede Summe, die nicht investiert ist, wird angenommen, dass sie zusätzlich in die Liquiditätsreserve des Fonds fließt – oberhalb des Minimums, das für diese Reserve in den Fondsmanagement-Richtlinien festgelegt wird. Sollte die Liquiditätsreserve unter das vorgeschriebene Minimum fallen, geht Scope davon aus, dass jeder generierte Ertrag zunächst dazu verwendet wird, diese wieder aufzufüllen. Falls die Fondsbedingungen kein Liquiditätsminimum festlegen, unterstellt Scope eine Liquiditätsreserve, deren Höhe mindestens einem Drittel der geplanten Fondsausgaben für Kosten, Zinsen und Rückzahlung des Nominalbetrags im folgenden Jahr entspricht.

Sollte die Liquiditätsreserve eines Fonds negativ und der Fehlbetrag nicht über einen vertraglich vereinbarten Überziehungskredit gedeckt sein, unterstellt Scope einen Zinssatz für den Überziehungsbetrag, der doppelt so hoch ist wie derjenige, den der Fonds zu diesem Zeitpunkt für seine vorrangige Fremdfinanzierung aufwenden müsste. Jede negative Liquiditätsreserve, die bei der Simulation des Fonds-Cashflows offenbart wird, wird im Rating Report aufgeführt.

Hat ein Fonds Swaps abgeschlossen, wird Scope auch alle Zahlungen an und von der Swap-Gegenpartei, die gegenüber den Investoren vorrangig sind, berücksichtigen. Die bei AIF im Regelfall verbreiteten Swap-Arten sind Zins-Swaps oder Swaps zur Währungssicherung. Scope wird zusätzlich den jeweiligen Marktwert der Swaps eines Fonds auf Basis seiner Annahmen für künftige Zinssätze und Wechselkurse modellieren sowie die Ausfallwahrscheinlichkeit der Gegenpartei bewerten.

### 3. Bewertung des Asset Managers

Der Asset Manager ist verantwortlich für die Auswahl geeigneter Investitionsgegenstände und das fortlaufende Management des Portfolios während der Fondslaufzeit. Die Bewertung des Asset Managers folgt Scopes Methodik für das Rating von Asset Managern im Bereich alternativer Investments.<sup>10</sup> Unter Verwendung eines Scorecard-Ansatzes untersucht Scope:

- das Asset Management-Unternehmen als Ganzes;
- seinen Investment Management-Prozess für die jeweilige Asset-Klasse;
- seinen Track Record in der jeweiligen Asset-Klasse;
- seine Aufstellung hinsichtlich Operations, Governance und Risikomanagement und
- die Marketingeinheit des Managers.

Dabei verwendet Scope eine der jeweiligen Asset-Klasse des AIF entsprechende Scorecard. Das Resultat der Asset Manager Bewertung fließt in die Bewertung des Fondsportfolios mit ein.<sup>11</sup> Wurde für den Asset Manager bereits ein Asset Management Rating von Scope erstellt und veröffentlicht, findet dieses Anwendung.

#### 3.1 Unternehmen

Dieses Panel soll die unternehmerische und organisatorische Ausrichtung des Asset Managers abdecken. Durch die Bewertung der Organisation, Finanzstruktur, Marktpositionierung und ESG-Strategie des Asset Managers fokussiert sich Scope auf die unternehmerischen Hauptaspekte von Unternehmen, die im Namen von Drittinvestoren agieren und Anlegergelder treuhänderisch verwalten.

#### 3.2 Investmentmanagement

In diesem Panel bewertet Scope den Investmentprozess und die Investmentkompetenz des Asset Managers. Scope konzentriert sich auf die analytischen und qualitativen Hauptaspekte im Bereich der Investment Management Operations. Der Schwerpunkt liegt auf der Fähigkeit, Investments zu identifizieren, abzuschließen und zu verwalten.

#### 3.3 Track Record

Dieses Panel beschäftigt sich mit der historischen Performance des Asset Managers innerhalb seiner Peergroup.<sup>12</sup> Ein Ausgangspunkt für die Performance-Analyse können Fondsratings sein, die von Scope für den jeweiligen Asset Manager erteilt wurden.

#### 3.4 Operations, Governance und Risikomanagement

Dieses Panel beschäftigt sich mit der operationellen Aufstellung des Asset Managers. Scope fokussiert sich dabei auf die wichtigsten betrieblichen Aspekte des Asset- und Investment-Managementgeschäfts mit Schwerpunkt auf Funktionen der operationellen Integrität, Governance, Compliance und des Risikomanagements in den drei Bereichen Operations, Compliance und Risikomanagement.

#### 3.5 Einfluss der Asset Management Bewertung

Scope berücksichtigt die Qualität eines Asset Managers, indem die Variablen, die der Manager durch gezieltes Handeln beeinflussen kann, angepasst werden. Die nachfolgende Tabelle zeigt eine nicht abschließende Aufzählung solcher Variablen.

---

<sup>10</sup> Siehe Rating Methodik für Manager von Alternativen Investmentfonds, verfügbar unter [www.scopeanalysis.com](http://www.scopeanalysis.com).

<sup>11</sup> Scope wendet derzeit unterschiedliche Scorecards für die Asset-Klassen Immobilien, erneuerbare Energien, Schiffe, Flugzeuge, Private Equity und Infrastruktur an.

<sup>12</sup> Der Track Record eines Management-Teams bei einem anderen Asset Manager kann ebenfalls berücksichtigt werden.

**Tabelle 2: Variablen, die von der Qualität des Asset Managers beeinflusst werden**

	Allgemeine Variablen	Immobilien	Erneuerbare Energien	Transport
Investitionen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kaufpreis</li> <li>• Entwicklungs- und Konstruktionskosten</li> <li>• Fertigstellungszeitpunkt</li> </ul>			
Einnahmen		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leerstandsperioden</li> <li>• Leerstandsrate</li> <li>• Ausübung Verlängerungsoption</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausfallzeiten</li> <li>• Abnehmerpreise für Energie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verfügbarkeit und Ausfallzeiten</li> <li>• Leasing- oder Charrate</li> </ul>
Ausgaben	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instandhaltungs- und laufende Kosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wiedervermarktungskosten</li> <li>• Revitalisierungskosten</li> <li>• Umbau- oder Rekonfigurationskosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vermarktungskosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kosten für Wiederinbesitznahme</li> <li>• Kosten für die Wiedervermarktung</li> <li>• Kosten für die Rekonfiguration</li> </ul>
Desinvestitionen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verkaufspreis</li> </ul>			

Quelle: Scope Analysis

Um den Einfluss des Asset Managers zu berücksichtigen, begrenzt Scope das abwärts gerichtete Risiko bei der Simulation der in Tabelle 3 aufgeführten Variablen. Dies führt zu einer Anpassung des Erwartungswerts und der Volatilität der jeweiligen Variablen und analog zu einem Anstieg der erwarteten Rendite des AIF und einer Reduzierung der Volatilität.

Die Höhe der Begrenzung des abwärts gerichteten Risikos wird durch das Asset Manager Rating wie folgt bestimmt:

**Tabelle 3: Anpassungsfaktoren aufgrund der Asset Manager Qualität**

AMR Rating-Kategorie	Downside Anpassung
AAA <sub>AMR</sub>	75%
AA <sub>AMR</sub>	50%
A <sub>AMR</sub>	25%
BBB <sub>AMR</sub> und niedriger	0%

Quelle: Scope Analysis

In jedem Fall wird Scope den positiven Einfluss auf das Rating des Fonds auf drei Notches oberhalb der Rating-Stufe ohne Anpassung durch die Asset Management-Qualität begrenzen.

### 3.6 Bewertung der Fondsstruktur

Die Bewertung der Fondsstruktur umfasst die Analyse des geltenden Rechts, der rechtlichen Struktur des Fonds und seiner vertraglichen Beziehungen zu Investoren und Drittparteien. Scope prüft dabei ebenfalls die Einhaltung der AIFM-Richtlinie oder des jeweiligen nationalen Rechtsrahmens. Wenn erforderlich, kann die Fondsstruktur zu einer Anpassung der Variablen, welche die Fondsperformance maßgeblich bestimmen, führen. Beispiele sind Betriebsgarantien, schriftliche Erklärungen zugunsten Dritter oder bestimmte Ereignisse, die zu einer vorzeitigen Beendigung oder einer Verlängerung der Fondslaufzeit führen können.

Scope berücksichtigt auch Platzierungs-garantien des Emittenten oder verbundener dritter Parteien. Da das Fehlen einer derartigen Zusage für den Fonds einen erhöhten Leverage oder gar eine vorzeitige Liquidation zur Folge haben kann, wird Scope das Fehlen solcher Garantien im Rating-Bericht des Fonds hervorheben.

Die Analyse von Scope berücksichtigt den Einfluss von Steuern auf Ebene des AIF in der Simulation des Cashflows und der Rendite des Fonds.<sup>13</sup> Steuern, die auf Anlegerebene anfallen, sind nicht Gegenstand der Scope-Analyse.

<sup>13</sup> Inklusive Steuern, die auf Ebene der Investmentvehikel des Fonds anfallen.

#### 4. Fonds mit Blindpool-Struktur

Unter Berücksichtigung des spezifischen Investmentmarktes und der Fondsstruktur wird an dieser Stelle die Fähigkeit des Asset Managers bewertet, die Investitionsstrategie des Fonds erfolgreich umzusetzen. Den Schwerpunkt in Scopes Analyse von geschlossenen Fonds bilden hierbei sowohl die Qualität des Assetportfolios als auch die Fähigkeit des Asset Managers, geeignete Investitionen zu identifizieren und anschließend zu managen. Sollte der Fonds noch nicht voll investiert sein – also ein sog. Blindpool vorliegen – wählt Scope einen methodischen Ansatz, der sich je nach Investitionsgrad des Fonds unterscheidet.

Scope differenziert hierbei zwischen Fonds, die zum Zeitpunkt der Analyse reine Blindpools sind (zu weniger als 50%<sup>14</sup> investiert) und solchen, die bereits Semi-Blindpool-Strukturen aufweisen (zu mehr als 50% investiert).

Im Falle eines vorliegenden Blindpools wird Scope auf Basis der folgend dargelegten Methodik ein Preliminary Rating erstellen. Sobald der Investitionsgrad von 50% überschritten wird und ein vollumfängliches Initial Rating vergeben werden kann, findet hingegen die unten aufgeführte Methodik zur Bewertung von Semi-Blindpools Anwendung.

##### 4.1 Bewertung von Blindpools

Die Bewertung eines Blindpool-Fonds erfolgt über einen Scorecard-Ansatz, der sich auf drei Teile mit darunterliegende Panels aufteilt. Die Panels wiederum umfassen multiple Kriterien und Unterkriterien.

Für jedes Unterkriterium werden Punkte zwischen eins und vier vergeben. Hierbei steht eins für die Erfüllung des institutionellen Mindeststandards und vier die eines exzellenten Standards. Sollte der zu bewertende Fonds nicht den Mindeststandard erfüllen, erhält das entsprechende Unterkriterium null Punkte. Bei deutlichen Verfehlungen behält es sich Scope zudem vor, Maluspunkte zu vergeben.

Die gewichteten Scores aller Unterkriterien ergeben nach Aggregation die Rating-Empfehlung für den Blindpool-Fonds. Das endgültige Preliminary-Rating wird abschließend vom Ratingkomitee vergeben und dann aktualisiert, wenn das geplante Investitionskapital des Fonds zu mindestens 50% investiert ist.

---

<sup>14</sup> Gemessen an der geplanten Höhe des Emissionskapitals.

**Tabelle 4: Scorecard Blindpool Rating**

Struktur Rating Blindpool	Gewichtung	Panel	Gewichtung
Teil A - Asset Manager	50%	Panel I - Unternehmen	20%
		Panel II - Investment Management	20%
		Panel III – Investment Track Record	30%
		Panel IV – Operations, Compliance, RM	20%
		Panel V – Marketing	10%
Teil B - Spezifischer Investmentmarkt	30%	Panel I – Länder Potential	15%* / 0%*
		Panel II – Länder Risiko	15%* / 0%*
		Panel III – Marktpotential	20%* / 30%*
		Panel IV – Marktrisiko	20%* / 30%*
		Panel V – Zugang Assets	30%* / 40%*
Teil C - Struktur	20%	Panel I - Investitionsstrategie	30%
		Panel II - Investitionssicherheit	20%
		Panel III - Fondsstruktur	20%
		Panel IV - Wirtschaftlichkeit	30%

\*in Abhängigkeit von der jeweiligen Assetklasse

Quelle: Scope Analysis

### 4.1.1 Teil A – Asset Manager

Den Schwerpunkt in Scopes Analyse von Fonds mit reinen Blindpools bildet die Bewertung des Asset Managers. Da dieser sowohl für die Identifizierung geeigneter Investitionsgegenstände als auch für das laufende Management des Portfolios während der Fondslaufzeit verantwortlich ist, geht dieser Analysepunkt mit 50% in das Rating des Blindpools ein.

Die Bewertung des Asset Managers folgt Scopes Rating Methodik für Asset Manager Alternativer Investments<sup>15</sup> und erfolgt über einen Scorecard-Ansatz, der sich auf die fünf Panel i) Unternehmen, ii) Investmentmanagement, iii) Investment Track Record, iv) Operations, Compliance, Risikomanagement sowie v) Marketing verteilt.

### 4.1.2 Teil B – Spezifischer Investmentmarkt

Zu weiteren 30% setzt sich das Rating des Blindpools aus der Analyse des spezifischen Investmentmarktes zusammen, welcher sich durch die vom Fonds gewählte Investitionsstrategie bestimmt. In Abhängigkeit von der Assetklasse, in die der AIF investiert, setzt sich der Score aus unterschiedlichen Panels mit dazugehörigen Kriterien zusammen.

Sieht die Strategie des zu bewertenden AIF vor, in die Assetklassen Immobilien, erneuerbare Energien, Infrastruktur oder Unternehmensbeteiligungen zu investieren, erfolgt eine Bewertung der jeweiligen Länder, in denen die Assets gelegen sein sollen. Die Bewertung dieser Länderkomponente setzt sich wiederum je hälftig aus der Bewertung des Potentials und des Risikos des Landes zusammen.

Die Bewertung des für die Investitionen gewählten Marktes (z. B. der deutsche Wohnimmobilienmarkt) teilt sich ebenfalls in die Bewertung des Potentials und des Risikos auf. Die Beurteilung des Potentials umfasst eine detaillierte Bewertung der Angebots- und Nachfrageseite des jeweiligen Marktes mit besonderem Augenmerk auf die aktuelle Assetverfügbarkeit in diesem. Die

<sup>15</sup> Erhältlich unter: [https://www.scopeanalysis.com/downloads/20160602\\_AMR\\_Methodology\\_DE.pdf](https://www.scopeanalysis.com/downloads/20160602_AMR_Methodology_DE.pdf)

Analyse des Risikos untersucht und bewertet die in dem entsprechenden Markt vorherrschenden und damit die Unsicherheit bestimmenden Parameter.

Sollte der Blindpool-Fonds hingegen in Mobilien investieren (z. B. Flugzeuge, Schiffe, etc.), entfällt die Betrachtung des Investitionsstandortes, da diese Investitionsgüter im Regelfall über Ländergrenzen hinweg betrieben werden. Entsprechend fokussiert sich in diesen Fällen die Bewertung auf die Analyse des Potentials und der Risiken des jeweiligen Investmentmarktes.

Unabhängig von der gewählten Assetklasse des Fonds erfolgt abschließend die Bewertung des Zugangs des Asset Managers zu den der Investitionsstrategie konformen Assets.

#### 4.1.3 Teil C – Struktur

Mit den restlichen 20% geht die Bewertung der Struktur in das Rating ein. Ihre Bewertung verteilt sich auf die vier Panel i) Investitionsstrategie, ii) Investitionssicherheit, iii) Fondsstruktur sowie iv) Wirtschaftlichkeit samt deren Kriterien und Unterkriterien.

Bei der Analyse der Investitionsstrategie des AIF legt Scope ein besonderes Augenmerk auf sowohl den Detaillierungsgrad als auch den Aufbau der gewählten Investitionsstrategie, während im Themenfeld der Investitionssicherheit die Ausgestaltung von Platzierungsgarantie und Rückabwicklungsregelung bewertet wird.

Im Panel Fondsstruktur werden alle wesentlichen die Fondsstruktur betreffenden Komponenten wie z. B. etwaige Währungsrisiken oder Stimmrechtsregelungen untersucht. Im Panel Wirtschaftlichkeit liegt der Fokus hingegen insbesondere auf der Höhe der Initialkosten und der laufenden Kosten sowie den Kosten der Desinvestitionsphase. Zusätzlich wird die Angemessenheit einer etwaigen Performance-Fee bewertet und die Höhe der den Investoren in Aussicht gestellten Rendite plausibilisiert.

#### 4.2 Bewertung von Semi-Blindpools

Ist das geplante Investitionskapital des Fonds zum Analysezeitpunkt zu mindestens 50% investiert liegt eine Semi-Blindpool-Struktur vor. In diesem Fall unterstellt Scope, dass der Asset Manager weitere Assets in vergleichbarer Qualität zu den bereits bestehenden anbinden wird. Die Bewertung des Semi-Blindpools kann somit analog der Methodik für geschlossene AIF erfolgen und ein Initial Rating vergeben werden.

Das vom Ratingkomitee vergebene Rating wird aktualisiert, sobald das geplante Investitionskapital des Fonds die Schwelle von 75% des geplanten Gesamtvolumens überschreitet oder den Zielwert erreicht. Scope wird in diesen Fällen die dem Modell zugrundeliegenden Annahmen ebenfalls aktualisieren, bis der Fonds vollständig investiert ist.

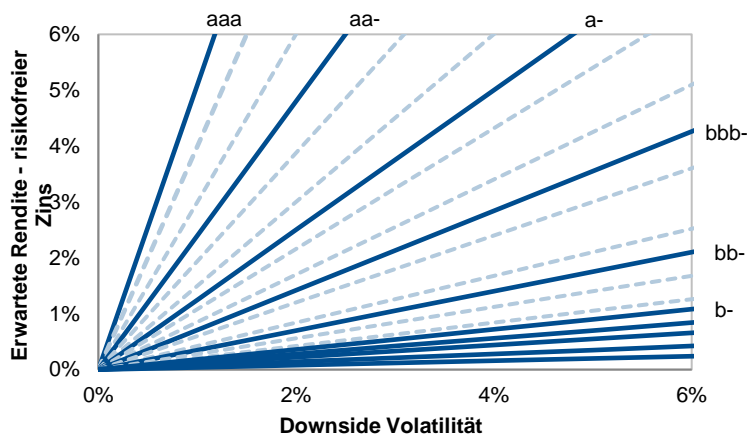
### 5. Risikoloser Zins und das Rating

Nach der Bestimmung der Risiko- und Renditeparameter des AIF und der Berücksichtigung des Einflusses des Asset Managers und der Fondsstruktur, wird die Fondsrendite um einen angemessenen risikolosen Zins angepasst.

Hierfür stellt Scope auf die am besten bewertete Staatsanleihe im Währungsgebiet der Fondswährung (bspw. EUR, GBP, CHF oder USD) ab und berechnet dabei die rollierende durchschnittliche Rendite der letzten zwölf Monate von Staatsanleihen mit einer dem Fonds vergleichbaren Laufzeit. Die Verwendung des rollierenden Zwölfmonatsdurchschnitts ermöglicht es der Ratingagentur, immer die neuesten Zinsentwicklungen in ihr Rating einzubeziehen, und gleichzeitig eine aus kurzfristigen Schwankungen des Benchmark-Zinssatzes resultierende Volatilität der Ergebnisse zu mitigieren.

Der daraus resultierende Quotient von erwarteter Rendite abzüglich des risikolosen Zinses geteilt durch die Downside-Volatilität bildet die Basis für das Rating des AIF. Um die höchste Rating-Kategorie von 'aaa<sub>AIF</sub>', zu erreichen, muss der Fonds ein exzellentes Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Chancen und Risiken kennzeichnet die Fonds im Bereich 'bbb<sub>AIF</sub>'. Fonds mit mäßigem oder schlechterem Risiko-Rendite-Verhältnis erhalten Ratings von 'bb<sub>AIF</sub>' oder darunter.

Abbildung 6: Risk-Return Ratios



Quelle: Quelle: Scope Analysis

Wie auch bei anderen Anlageklassen handelt es sich bei Scopes Rating-Skala für AIF nicht um eine lineare, sondern um eine ordinale Skala, welche eine Rangordnung festlegt. Dies bedeutet, dass sich das Risiko Rendite-Rating eines AIF nicht proportional zu einem Anstieg der Rendite oder einem Rückgang des Risikos bewegt, sondern vielmehr exponentiell.

### 6. Anhang

#### 6.1 Monitoring

Zusätzlich zum Rating besteht die Option, Scope mit dem sogenannten „Monitoring“ eines Fonds zu beauftragen. Alle Fonds, bei denen ein Monitoring vereinbart wurde, sind durch den Zusatz „monitored“ im Ratingbericht gekennzeichnet.

Im Rahmen dieses Monitorings wird Scope die Performance des AIF über die gesamte Laufzeit überprüfen und kontinuierlich mit den Annahmen aus dem ursprünglichen Rating vergleichen. Das Ziel des Monitorings ist zu erfassen, ob der Fonds sich gegenüber den Erwartungen zum Emissionszeitpunkt besser, schlechter oder wie erwartet entwickelt hat.

Scope misst die Performance eines Fonds über den Nettocashflow (NCF), den der Fonds seit seiner Auflage generieren konnte. Der NCF umfasst alle Zahlungen an die Investoren plus die Veränderungen der Liquiditätsreserve. Die Verwendung des NCF erlaubt es, die Ertragslage eines Fonds unabhängig von der Höhe der Ausschüttung von Erträgen darzustellen. Somit lässt sich auch erfassen, ob Zahlungen an die Investoren geleistet wurden, denen keine aktuellen Erträge gegenüberstehen und die somit zu Lasten der Liquiditätsreserve gehen.

Um die Charakteristika eines AIF als den eines typischen Buy-and-hold-Investments zu erfassen, wird Scope im Rahmen des Monitoring das Rating zum Emissionszeitpunkt replizieren, dabei jedoch den ursprünglich prognostizierten Nettocashflow mit dem bis zum Zeitpunkt des Monitoring generierten Cashflow ersetzen.

Während der Prüfung des Fonds wird Scope auch die für die Performance kritischen Variablen aktualisieren – beispielsweise die Bonität von Mietern oder Leasingnehmern, das Asset Management Rating des Fondsmanagers, Annahmen zu Marktmieten und zu Verkehrswerten oder zur Inflation, Zinsen und Wechselkursen.

Die ursprünglichen Annahmen zum risikolosen Zins und zur abwärts gerichteten Volatilität werden von Scope bei der Ratingüberprüfung nicht verändert. Diese Größen dienen den Investoren bei ihrer Investitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Fondsaufgabe als Benchmark für die von ihnen erwartete Rendite und werden deshalb für eine sinnvolle Beurteilung, ob diese erfüllt wurden, konstant gehalten.

Die Kombination aus i) einer Ermittlung des tatsächlichen NCF und ii) einer Anpassung (sofern notwendig) der performance-kritischen Variablen in der Simulation führt zu einer höheren, niedrigeren oder gleichen Risiko-Rendite-Relation als beim ursprünglichen Rating. In Abhängigkeit vom Ausmaß und der Richtung der Veränderung der Risiko-Rendite-Relation kann das Ergebnis der Monitoring-Überprüfung zu einem Upgrade, Downgrade oder eine Bestätigung des Ratings führen.

Als Grundlage für die Durchführung eines Monitorings dienen Scope die Informationen aus den Jahresberichten und dem Investoren-Reporting des Fonds, aus öffentlich zugänglichen Daten und aus ihrer umfangreichen internen Datenbank. Das Rating nach Durchführung eines Monitorings, der Vergleich von prognostiziertem und tatsächlichem Cashflow sowie die Kernbestandteile des Nettocashflows – wie die Zahlungen an die Investoren und die Veränderungen in der Liquiditätsreserve des Fonds - werden auf der Internet-Seite von Scope Analysis [www.scopeanalysis.com](http://www.scopeanalysis.com) zugänglich gemacht.

Die nachfolgenden Beispiele illustrieren die Ergebnisse des Monitorings eines hypothetischen Immobilienfonds mit einer Einzelmietler-Struktur (Fondslaufzeit: 15 Jahre) vier Jahre nach Fondsaufgabe und in vier unterschiedlichen Performance-Szenarien.

#### Rating zum Zeitpunkt der Emission

AIF (in TEUR) \ Jahr	0	1	2	3	4	5	...	15	Risiko-Rendite-Relation
Investition	-6,700								erwartete Rendite 3,18%
prognostizierter NCF	150	400	400	400	400	400	...	400	Downside-Volatilität 1,50%
prognostizierte Auszahlungen	+100	+300	+300	+300	+300	+300	...	+300	risikoloser Zins 1,40%
Δ prognostizierte Liquiditätsreserve	+50	+100	+100	+100	+100	+100	...	+100	Rating des AIF bbb+AIF
Desinvestition								4,800	
Anleger-Cashflow	-6,600	300	300	300	300	300	...	5,200	



### Szenario 1: NCF 20% unterhalb der erwarteten Performance

AIF (in TEUR) \ Jahr	0	1	2	3	4	5	...	15
Investition	-6,700							
prognostizierter NCF	150	400	400	400	400	400	...	400
tatsächl. NCF (Jahr 1 – 4)	120	320	320	320				
Auszahlungen	+80	+240	+240	+240	+300	+300	...	+300
Δ Liquiditätsreserve	+40	+80	+80	+80	+100	+100	...	+100
Desinvestition	4,730							
Anleger-Cashflow	-6,620	240	240	240	300	300	...	5,130

Risiko-Rendite-Relation	
erwartete Rendite	2,85%
Downside-Volatilität	1,50%
risikoloser Zins	1,40%
Rating des AIF	bbb <sub>AIF</sub>

### Szenario 2: NCF 20% oberhalb der erwarteten Performance

AIF (in TEUR) \ Jahr	0	1	2	3	4	5	...	15
Investition	-6,700							
prognostizierter NCF	150	400	400	400	400	400	...	400
tatsächl. NCF (Jahr 1 – 4)	180	480	480	480				
Auszahlungen	+120	+360	+360	+360	+300	+300	...	+300
Δ Liquiditätsreserve	+60	+120	+120	+120	+100	+100	...	+100
Desinvestition	4,870							
Anleger-Cashflow	-6,580	360	360	360	300	300	...	5,270

Risiko-Rendite-Relation	
erwartete Rendite	3,51%
Downside-Volatilität	1,50%
risikoloser Zins	1,40%
Rating des AIF	a <sup>-</sup> <sub>AIF</sub>

### Szenario 3: NCF 20% unterhalb der erwarteten Performance und Bonitätsverschlechterung des Mieters um drei Notches

AIF (in TEUR) \ Jahr	0	1	2	3	4	5	...	15
Investition	-6,700							
prognostizierter NCF	150	400	400	400	360	360	...	360
tatsächl. NCF (Jahr 1 – 4)	120	320	320	320				
Auszahlungen	+80	+240	+240	+240	+270	+270	...	+270
Δ Liquiditätsreserve	+40	+80	+80	+80	+90	+90	...	+90
Desinvestition	4,610							
Anleger-Cashflow	-6,620	240	240	240	270	270	...	4,970

Risiko-Rendite-Relation	
erwartete Rendite	2,34%
Downside-Volatilität	1,50%
Risikoloser Zins	1,40%
Rating des AIF	bb <sup>+</sup> <sub>AIF</sub>

### Szenario 4: NCF 20% oberhalb der erwarteten Performance und Upgrade des Asset Management Ratings von A<sub>AMR</sub> auf AA<sub>AMR</sub>

AIF (in TEUR) \ Jahr	0	1	2	3	4	5	...	15
Investition	-6,700							
prognostizierter NCF	150	400	400	400	440	440	...	440
tatsächl. NCF (Jahr 1 – 4)	180	480	480	480				
Auszahlungen	+120	+360	+360	+360	+330	+330	...	+330
Δ Liquiditätsreserve	+60	+120	+120	+120	+110	+110	...	+110
Desinvestition	4,990							
Anleger-Cashflow	-6,580	360	360	360	330	330	...	5,430

Risiko-Rendite-Relation	
erwartete Rendite	4,01%
Downside-Volatilität	1,50%
Risikoloser Zins	1,40%
Rating des AIF	a <sub>AIF</sub>

### 6.2 Rating-Skala für AIF

Einem AIF können Ratings von 'aaa<sub>AIF</sub>' bis 'd<sub>AIF</sub>' zugeordnet werden, mit einer Feinjustierung in Form eines „Notchings“ für den Bereich von 'aa<sub>AIF</sub>' bis 'ba<sub>AIF</sub>'. Der Suffix 'AIF' unterstreicht die Anwendung dieser Ratings auf AIF gemäß der Definition der EU-Richtlinie 2011/61/EU. Alle Fonds, bei denen eine laufende Überwachung durch Scope vereinbart wurde (siehe 6.1 - Monitoring), sind durch den Zusatz „monitored“ im Ratingbericht gekennzeichnet.

<b>aaa</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>exzellente</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
<b>aa</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>sehr gute</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
<b>a</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>gute</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
<b>bbb</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>ausgewogene</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
<b>bb</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>mäßige</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
<b>b</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>sehr mäßige</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
<b>ccc</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>schwache</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
<b>cc</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>schwache</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden, verbunden mit dem <b>sehr wahrscheinlichen Risiko eines Kapitalverlusts</b> .
<b>c</b> AIF	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine <b>schwache</b> risikoadjustierte Rendite erwartet werden, verbunden mit dem <b>hohen Risiko eines substantiellen Kapitalverlusts</b> .
<b>d</b> AIF	Bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie kann eine <b>Negativrendite</b> erwartet werden.

Tabelle 5: AIF Rating-Skala

#### 6.3 Risikoklassifizierung

In Abhängigkeit des Landes, in dem ein AIF vertrieben wird, obliegt es dem Vertrieb, eine Klassifizierung der Produkte in unterschiedliche Risikoklassen vorzunehmen.<sup>16</sup> Zur Orientierung wird Scope für jeden bewerteten Fonds eine Klassifizierung in eine von fünf Risikokategorien für Finanzinstrumente vorschlagen. Die Klasse 1 ist dabei die Klasse mit dem geringsten, die Klasse 5 die mit dem höchsten Risiko. Nach Ansicht von Scope hat sich diese Vorgehensweise als allgemein akzeptierter Standard etabliert.

Risikoklasse	Risiko-Charakteristika
1	Sehr niedriges Risiko; zum Kapitalerhalt geeignet, Marktrisiko minimal
2	Niedriges Risiko, zum Kapitalerhalt geeignet, Marktrisiko eingeschränkt
3	Mittleres Risiko, geeignet, ein ausgewogenes Verhältnis zwischen laufenden Erträgen und Kapitalzuwachs zu erzielen
4	Hohes Risiko, geeignet, um Kapitalwachstum unter teilweise hohen Risiken zu erreichen
5	Höheres Risiko, geeignet, um ein größeres Kapitalwachstum unter hohen Risiken zu erreichen

Tabelle 6: Scopes AIF Risikoklassifizierung

Geschlossene AIF werden von Scope aufgrund ihrer mangelnden Fungibilität und der Marktrisiken in die Risikoklassen 3 bis 5 eingeteilt. Obwohl einige Fonds auf dem Zweitmarkt gehandelt werden können, bietet dies nur eine eingeschränkte Abmilderung der Illiquidität und des Marktrisikos.

Die Klassifizierung von Scope basiert auf einem Ansatz, bei dem das jeweils schwächste Merkmal entscheidend ist. Ein Fonds muss in die höchste Risikokategorie eingeordnet werden, wenn mindestens eines der folgenden Kriterien erfüllt ist:

Risikoklasse	Rating des AIF	Verlustwahrscheinlichkeit	Value-at-Risk
3	a-AIF oder besser	<1%	<5%
4	bbb-AIF bis bbb+AIF	1% to 5%	5% bis 15%
5	bb+AIF oder niedriger	>5%	>15%

Tabelle 7: Scope Risikoklassifizierung

<sup>16</sup> Beispielsweise Paragraph 31 des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes.



## Rating Methodik

Alternative Investments // Geschlossene AIF

### Scope Analysis GmbH

#### Headquarters Berlin

Lennéstraße 5  
D-10785 Berlin

Tel. +49 30 27891 0

#### Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68  
D-60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 66 77 389-0

[info@scopeanalysis.com](mailto:info@scopeanalysis.com)  
[www.scopeanalysis.com](http://www.scopeanalysis.com)

## Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2017 Alle Rechte vorbehalten. Scope Analysis GmbH ist keine Ratingagentur im Sinne der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen in der Fassung der Änderungsverordnungen (EU) Nr. 513/2011 und (EU) Nr. 462/2013 (zusammen die „Ratingagenturen-Verordnungen“) und ist nicht als Ratingagentur im Sinne der Ratingagenturen-Verordnungen registriert. Ratings von Asset Management Companies, Investment Fonds und Zertifikate Emittenten sind kein Rating im Sinne der Ratingagenturen-Verordnungen und können daher von Kreditinstituten, Wertpapierfirmen, Versicherungsunternehmen, Rückversicherungsunternehmen, Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung, Verwaltungs- und Investmentgesellschaften, Verwaltern alternativer Investmentfonds und zentralen Gegenparteien nicht für aufsichtsrechtliche Zwecke verwendet werden. Die von der Scope Analysis GmbH verfassten Ratings sind keine Empfehlungen für den Erwerb oder die Veräußerung von Investmentvehikeln und beinhalten kein Urteil über den Wert oder die Qualität des Investmentfonds, der Zertifikate Emittenten und der Management Companies. Die Scope Analysis GmbH hat alle erforderlichen Maßnahmen getroffen, um zu gewährleisten, dass die den Ratings zugrunde liegenden Informationen von ausreichend guter Qualität sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Scope Analysis GmbH hat aber nicht jede in den Quellen genannte Information unabhängig überprüft. Die Scope Analysis GmbH erstellt mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihr unabhängiges und objektives Rating zu einem bestimmten Stichtag, an dem das Rating erteilt wird. Daher sind künftige Ereignisse als ungewiss anzusehen. Deren Vorhersage beruht dabei auf Einschätzungen, so dass ein Rating keine Tatsachenbehauptung darstellt, sondern lediglich eine Meinungsäußerung, die sich anschließend auch wieder ändern und in einem geänderten Rating niederschlagen kann. Scope Analysis GmbH haftet folglich nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Das Rating sollte von den beteiligten Akteuren nur als ein Faktor im Rahmen der Anlageentscheidungen betrachtet werden und kann eigene Analysen und Bewertungen nicht ersetzen. Das Rating stellt somit nur eine Meinung zur Qualität dar und beurteilt unter keinem Umstand das Rendite-Risiko-Profil eines Investments und trifft auch keine Aussage dahingehend, ob die beteiligten Akteure einen Ertrag erzielen, das investierte Kapital zurückerhalten oder bestimmte Haftungsrisiken durch die Beteiligung an einem Investment eingehen. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Analysis GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.