

Rollierende Liquiditätsplanung

Kapitel 9. Anfangsbestand, Monat für Monat die erwarteten Zu- und Abflüsse, und für jeden künftigen Zeitpunkt ein prognostizierter Stand. Unsichere Positionen in ihrer Bandbreite; frei verfügbare und gebundene Liquidität getrennt.

Fonds					Erstellt von							
Geprüft von					Stichtag							

	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
Anfangsbestand, frei verfügbar												
Zuflüsse												
Mieteingänge (netto)												
Zeichnungen / Kapitalabrufe												
Verkaufserlöse (terminiert)												
Ziehungen aus Kreditlinien												
Abflüsse												
Ankaufszahlungen												
Investitionen in den Bestand												
Zins und Tilgung												
Betriebskosten, nicht umlagefähig												
Gebühren und Fondskosten												
Ausschüttungen												
Rücknahmen (erklärt)												
Stand												
Endbestand												
davon gebunden: Sicherheiten, reservierte Ankäufe												
frei verfügbar												
Mindestliquidität (Quote × Fondsvermögen)												
Abstand zur Mindestliquidität												
Bandbreite der unsicheren Positionen												
Verkaufsabschluss: frühester / späterster Monat												
Rücknahmen: niedrig / hoch												

Zwei Regeln. Erstens: Zeichnungen, über die der Manager nicht verfügt, in einer eigenen Zeile führen und jede Rechnung einmal ohne sie wiederholen (Anhang F: 114,5 Mio Bedarf mit, 132,0 ohne Zeichnungen). Zweitens: Der tiefste Punkt liegt selten im Monat der größten Auszahlung. Im Fonds aus Anhang F fällt die größte Rate in Monat 4, der Tiefpunkt der Liquiditätsquote in Monat 8.

Der Rückgabebestand der nächsten zwölf Monate

Anhang E, Frage 9, und Anhang F. Die Rückgabe wird in Anteilen erklärt, nicht in Euro, und zum Anteilwert des Zahltags bedient. Was vor Ablauf der Verkaufsdauer fällig wird, muss aus heute vorhandenen Mitteln bezahlt werden: das blinde Fenster.

Fonds		Stichtag	
Anteilwert heute		Verkaufsdauer, Monate	

Monat	Erklärte Anteile	Euro zum heutigen Anteilwert	kumuliert, Euro	% des Fondsvermögens	im blinden Fenster? J / N	Deckung aus
1						
2						
3						
4						
5						
6						
7						
8						
9						
10						
11						
12						
Summe						

Liquiditätsquelle	Mio EUR	gehört sie dem Manager?	Bemerkung
Vorhandene Liquidität		ja	abzüglich gebundener Mittel
Laufender Nettoertrag der zwölf Monate		ja	nach Zins, Fondskosten und Instandhaltung — nicht die Bruttomiete
Zeichnungen		nein	niemand hat sie zugesagt: Rechnung einmal ohne sie
Verkäufe jenseits der Verkaufsdauer		ja, verspätet	an der Kreditgrenze bringt ein Euro nur 1 – Grenze
Kreditlinie		bedingt	nur bis zur Kreditgrenze

Die Antwort in einem Satz: Die Warteschlange beträgt ... Mio, sie liegt zu ... % im blinden Fenster, und sie wird gedeckt aus ... Mio vorhandener Liquidität, ... Mio laufendem Nettoertrag und ... Mio Zeichnungen, von denen nur die ersten beiden Posten dem Manager gehören.

Am Fonds aus Anhang F: 130,5 Mio, zu 78 % im blinden Fenster, gedeckt aus 120 Mio Liquidität, 19,9 Mio laufendem Nettoertrag und 36 Mio Zeichnungen (die erste Fassung nannte „rund 36 Millionen laufendem Ertrag“; 36 sind die Zeichnungen). $120 + 19,95 + 36 - 131,87$ Rückgaben = 44,08 Mio am Jahresende.

Der Liquiditätsstresstest in drei Schritten

Kapitel 9 und 11. Schritt 1: das Szenario mit konkreten Annahmen. Schritt 2: Bedarf gegen verfügbare Mittel. Schritt 3: ob und ab wann eine Lücke entsteht. Erst einzeln, dann kombiniert; jede Belastung einmal mit und einmal ohne Zeichnungen.

Fonds		Stichtag	
Erstellt von		Freigabe	

Szenario	Rückgaben	Zeichnungen	Abwertung p.a.	Mietausfall	Verkaufsdauer / Abschlag	Zinsen	tiefste Quote	im Monat	Lücke ab Monat
Basisfall									
Zeichnungen versiegen									
Mietausfall allein									
Abwertung allein									
Rückgabewelle									
Refinanzierung teurer									
Kombiniert: Rezession									
Kombiniert: ...									
Reverse: was bringt den Fonds zum Kippen?									

Wirkungsgröße je Szenario	Basis	Stress	Grenze	Status
Beleihungsauslauf und Covenant-Status				
Kapitaldienstdeckung				
Liquiditätsreichweite in Monaten				
Ausschüttungsfähigkeit (Deckung der geplanten Ausschüttung)				
Kreditquote gegen die gesetzliche Grenze				

Aus Anhang F, nachgerechnet: Von zehn Szenarien hält nur der Basisfall den Fünf-Prozent-Boden — neun davon rechnen ohne Zeichnungen. Einzelln und mit laufenden Zeichnungen gerechnet, hebt eine Abwertung um zehn Prozent den Tiefpunkt von 5,47 auf 6,47 Prozent; ein Mietausfall von fünfzehn Prozent allein drückt ihn auf 4,84 Prozent und reißt den Boden. Deshalb die Spalte „Zeichnungen“ nie stillschweigend auf null setzen.

Covenant-Headroom je Finanzierung

Kapitel 10. Für jede Finanzierung einzeln: der Wertverlust, den der LTV-Covenant verträgt, und der Mietausfall, den der Deckungs-Covenant verträgt. Der kleinere der beiden Werte ist der bindende Engpass. Bei jeder Neubewertung neu rechnen.

Fonds		Bewertungsstichtag	
Erstellt von		Geprüft von	

[illegible]

Engster Abstand im Portfolio: Objekt, Wert, Art (LTV / Deckung)
Gleichmäßige Abwertung, bei der der erste Covenant reißt (Reverse Stress)
Gleichmäßiger NOI-Ausfall, bei dem die erste Deckung reißt

Kapitel 10: 65 % zulässig, 55 % aktuell ergibt $1 - 55/65 = 15,38\%$ Wertverlust. Fall 2 auf der Begleitseite rechnet es für acht Objekte: Der engste Abstand liegt nicht bei den Objekten, auf die der Bewerter zeigt, und nach einem Mieterauszug und einer teuren Prolongation bindet bei zwei Objekten die Deckung statt des Auslaufs.

Vor der Unterschrift: eine Finanzierung prüfen

Kapitel 10. Fünf Fragen, ehrlich beantwortet, vermeiden die Mehrzahl der später kostspieligen Finanzierungsfehler. Dazu das Fälligkeitsprofil des ganzen Fonds und die Wahl des Zinsinstruments.

Objekt / Fazilität		Kreditgeber	
Volumen		IC-Termin	

Frage	J / N	Antwort, Zahl, Fundstelle im Vertrag
1. Laufzeit und Haltedauer		
Passt die Laufzeit zur Haltedauer?		
Bleibt ein Puffer für Verzögerungen beim Verkauf?		
2. Covenants		
Sind LTV- und Deckungs-Covenant im realistischen Abwärtsszenario einhaltbar?		
Wie groß ist der berechnete Headroom (Blatt „Covenant-Headroom“)?		
Heilungsrechte: Eigenkapitalnachschiuss, Sperrkonto, Ausschüttungssperre?		
3. Zinsprofil		
Fest, variabel oder abgesichert: passt es zur Cashflow-Stabilität?		
Swap: Auflösungskosten bei vorzeitigem Verkauf beziffert?		
Cap: Prämie gegen die Teilhabe an fallenden Zinsen abgewogen?		
4. Fälligkeitsprofil		
Wie fügt sich die neue Fälligkeit in das bestehende Profil ein?		
Entsteht eine Konzentration in einem Jahr?		
Refinanzierungsgespräche 12 bis 18 Monate vor Fälligkeit terminiert?		
5. Rückzahlung und Substitution		
Welche Rückzahlungs- und Substitutionsrechte enthält der Vertrag?		
Wie teuer wäre eine vorzeitige Auflösung?		
Cross-Default: kann ein lokaler Vorfall das Portfolio erreichen?		

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8
Fällig werdendes Volumen, Mio EUR								
Anteil am Gesamtvolumen								
Anzahl Darlehen								
davon ohne Anschlusszusage								

Der Risikorahmen

Kapitel 11. Für jede Kategorie mindestens ein messbarer Indikator; eine Handlungsschwelle und davor eine Warnschwelle mit Abstand; eine Konsequenz je Schwelle; Frequenz und Datenquelle; jährliche Überprüfung. Eine Grenze ohne definierte Konsequenz ist Dekoration.

Fonds		Risikofunktion	
Stand		Nächste Überprüfung	

Kategorie	Indikator	Warn-schwelle	Handlungs-schwelle	Gelb: wer, was	Rot: wer entscheidet, Frist	Frequenz	Quelle
Markt und Bewertung							
Mieter und Kredit							
Liquidität							
Fremdkapital und Finanzierung							
Entwicklung							
ESG: physisches Risiko							
ESG: Transitionsrisiko							
Operationelles Risiko							
Regulatorisches Risiko							
Konzentration							

Auslöser	überträgt sich auf	über	beobachtet durch

Übertragungswege, Beispiele aus Kapitel 11: Bewertungsrückgang → Beleihungsauslauf → Finanzierungsrisiko; Mieterausfall → Cashflow und Objektwert zugleich; Transitionsrisiko → Unvermietbarkeit → Bewertung. Brutto- und Nettorisiko getrennt ausweisen.

Ihr erstes Fonds-Dashboard, und die ersten 90 Tage

Kapitel 11 und 15. Eine Seite, dieselben Zahlen jede Woche, Abweichung zu Plan und Vorperiode sichtbar. Wenige Indikatoren, die Entscheidungen auslösen, nachlaufende und vorlaufende.

Fonds		Stichtag	
Erstellt von		Verteiler	

	Wert	Vorperiode	Plan	Trend	Grenze	Ampel
Portfolio						
Vermietungsstand (Fläche / Miete)						
WALT / WALB						
Größter Mieter, % des Mietertrags						
Mietrückstände						
Vorlaufend						
Verträge, die in 12 Monaten auslaufen, % Miete						
Offene Verlängerungsoptionen von Ankermietern						
Vermietungsanfragen						
Energetischer Zustand gegen absehbare Anforderungen						
Finanzierung und Liquidität						
Beleihungsauslauf / Kreditquote						
Engster Covenant-Headroom						
Fälligkeiten der nächsten 18 Monate						
Liquiditätsquote und Tiefpunkt der Planung						
Rückgabebestand im blinden Fenster						

Prüffrage	Erledigt	Beleg oder Notiz
Tage 1 bis 30: verstehen		
Fonddokumente und Anlagebedingungen gelesen: Anlagegrenzen, Zustimmungsvorbehalte		
Jedes Objekt: Nutzung, Mieter, Restlaufzeiten, Businessplan		
Finanzmodell vom Objekt-Cashflow bis zum Anteilwert nachvollzogen		
Schlüsselpersonen getroffen; Cash- und Reporting-Zyklus bekannt		
Tage 30 bis 60: mitwirken		
Teile des Reportings übernommen		
Im Finanzmodell mitgerechnet, Analysen vorbereitet		
Tage 60 bis 90: gestalten		
Ein begründeter Verbesserungsvorschlag, auf den konkreten Fonds bezogen		
Das Dashboard oben steht und wird genutzt		

Neue Investition: Prüfung vor der Zusage

Anhang B und Kapitel 5. Mandat, Portfolio, Underwriting, Finanzierung, Due Diligence, Rendite nach Gebühren und Fremdkapital, ehrliche Vorlage an das Investmentkomitee. Dazu die Renditebrücke, rückwärts gerechnet.

Objekt		Investmentkomitee	
Deal-Team		Datum	

Prüffrage	Erledigt	Beleg oder Notiz
Mandat und Portfolio		
Innerhalb des Mandats: Strategie, Sektor, Geografie, Größe?		
Nach dem Ankauf innerhalb der Diversifikations- und Konzentrationsgrenzen (Objekt, Mieter, Sektor, Region)?		
Was tut das Objekt mit den übrigen Risikodimensionen (Mieterkonzentration, Auslaufjahr)?		
Underwriting		
Miete, Leerstand, Investitionen und Exit-Rendite stressgetestet?		
Exit-Rendite nicht enger als die Ankauferendite?		
Finanzierungsannahmen realistisch und verfügbar?		
Due Diligence		
Technisch, rechtlich, finanziell, steuerlich, ESG: umrissen und mit Ressourcen versehen?		
Verwahrstelle als Beteiligte des Zeitplans eingeplant?		
Rendite und Vorlage		
Erreicht die Rendite nach Gebühren und Fremdkapital das Fondsziel (Brücke unten)?		
Downside-Szenario ehrlich aufbereitet?		

Renditebrücke	Wert	Formel
Objektrendite, unverschuldet (y)		Ankauf
Beleihungsauslauf (L), Zins (i)		Finanzierung
Gehebelte Eigenkapitalrendite		$y + (y - i) \times L / (1 - L)$
Liquiditätsanteil (c), Zins darauf (r)		Fonds
Vor Gebühren		$(1 - c) \times \text{gehebelt} + c \times r$
Gebühren und Kosten		Anlagebedingungen
Netto beim Investor		vor Gebühren – Gebühren
Versprochene Netto-Rendite (Z)		Prospekt
Erforderliche Objektrendite		$((Z + \text{Gebühren} - c r) / (1 - c) + i L / (1 - L)) / (1 + L / (1 - L))$

Fall 1 auf der Begleitseite: Ein Objekt mit 5,0 % trägt kein Versprechen von 5,0 % netto; es braucht 5,14 %, mit der Liquiditätsquote aus Anhang F 5,26 %.

Quartalsweise Fondsüberwachung und Liquiditätsbereitschaft

Anhang B. Die Fragen, die jedes Quartal beantwortet werden müssen, und bei offenen Fonds die Fragen, die zu jedem Zeitpunkt beantwortbar sein müssen.

Fonds		Quartal	
Portfoliomanager		Risikofunktion	

Prüffrage	Erledigt	Beleg oder Notiz
Quartalsweise Fondsüberwachung		
Ist der NAV aktuell und abgestimmt?		
Wie steht die Portfolioperformance zum Businessplan, und was erklärt die Abweichung?		
Vermietungsstand, WALB/WALT und Nettomietenertrag: Entwicklung?		
Wo steht der Fonds gegenüber seinen Grenzen für Verschuldung, Liquidität und Diversifikation?		
Wie ist die Liquiditätslage, wie die Rücknahme-Pipeline?		
Welche Objekte liegen unter Plan, und was wird unternommen?		
Was muss den Investoren gesagt werden? Ist das Reporting genau, konsistent und pünktlich?		
Liquiditätsbereitschaft (offene Fonds)		
Wie hoch ist der Puffer, und ist er für die angebotenen Rücknahmebedingungen angemessen?		
Wie lang ist die Frist, welche Rücknahmen sind bereits in der Pipeline (Blatt 2)?		
Kann der Fonds unter Stress Rücknahmen ohne erzwungene Verkäufe bedienen (Blatt 3)?		
Sind Rückgabesperrn und andere Instrumente verstanden und einsatzbereit?		
Ist der faire Rücknahmeabschlag bekannt, falls doch verkauft werden muss?		
Wird die Inkongruenz aktiv gesteuert und nicht bloß unterstellt?		

Preis des Puffers	Wert
Liquiditätsquote heute	
Gesetzlicher Boden	
Renditedifferenz Immobilien – Liquidität	
Cash Drag = Quote × Differenz, Basispunkte	
davon freiwillig über dem Boden, Mio EUR p.a.	
Schaden eines Notverkaufs (Abschlag × Verkaufsvolumen)	
Break-even: einmal in ... Jahren	

Anhang F, überarbeitet: Der Puffer über dem Boden kostet 1,68 Mio im Jahr. Bei 25 % Kreditquote sind für eine Lücke von 40 Mio bei 12 % Abschlag 45,45 Mio zu verkaufen (Schaden 5,45), an der Kreditgrenze 68,97 (8,28): Der Puffer rechnet sich, wenn eine solche Phase häufiger kommt als einmal in 3,2 bis 4,9 Jahren.

Verkauf: Prüfung vor dem Verkauf

Anhang B, Kapitel 7 und 14. Nicht der Buchgewinn entscheidet, sondern die erwartete Rendite bei weiterem Halten, gemessen am heutigen Wert, gegen die beste Alternativverwendung des freigesetzten Kapitals, nach Transaktionskosten und Steuern.

Objekt		Buchwert	
Portfoliomanager		Datum	

Prüffrage	Erledigt	Beleg oder Notiz
Strategie		
Dient ein Verkauf jetzt der Strategie des Fonds und seinen Investoren besser als das Halten?		
Wurde der Objekt-Businessplan im Wesentlichen erreicht?		
Wie verändert der Verkauf Risikoprofil, Diversifikation und Liquidität des Portfolios?		
Preis		
Was sagt die aktuelle Marktevidenz über den erzielbaren Preis gegenüber dem Buchwert?		
Swap-Auflösungskosten, Vorfälligkeit, Steuern beziffert?		
Erlös		
Recycelt oder ausgeschüttet — und mit welcher Wirkung auf Rendite und Liquidität?		
Bei Kreditquote nahe der Grenze: Zwangstilgung eingerechnet?		
Prozess		
Bieterverfahren oder selektive Ansprache — bewusst gewählt?		
Datenraum, Wettbewerb und saubere Abwicklung aufgesetzt?		

Halten oder verkaufen	Halten	Verkaufen und wieder anlegen
Ausgangswert: heutiger Nettoveräußerungswert (nicht der Einstandspreis)		
Erwarteter laufender Ertrag über die Restzeit		
Investitionen bis zum Exit		
Erwarteter Exit-Wert (Exit-Rendite nicht enger als heute)		
Transaktionskosten und Steuern		
Erwartete Rendite auf den heutigen Wert		
Unterschied, und ob er die Kosten trägt		
Entscheidung und Begründung		

NAV-Brücke, Renditeattribution und Kommentar

Kapitel 8 und 12, Anhang D. Vom Objektwert zum Anteilwert, Position für Position; die Rendite in ihre Quellen zerlegt; und der Kommentar in der Reihenfolge Tatsache, Ursache, Plan.

Fonds		Stichtag	
Bewerter		Administrator	

NAV-Brücke	Vorperiode	Heute	Veränderung
Immobilien zum beizulegenden Zeitwert			
Sonstige Vermögenswerte, Liquidität			
– Fremdkapital			
– Working Capital und Abgrenzungen			
– Rückstellungen			
– latente Steuern			
= Nettoinventarwert			
÷ Anteile			
= Anteilwert			

Renditeattribution	Prozentpunkte	wem sie gehört
Laufende Mieterträge nach Kosten		dem Bestand
Allgemeine Marktaufwertung		dem Markt
Wertsteigernde Maßnahmen (Objekte benennen)		dem Manager
Hebel		der Finanzierung
Gesamtrendite auf das Eigenkapital		

Kapitel 12: 12 % = 4 laufender Ertrag + 5 Markt + 2 Maßnahmen + 1 Hebel. Dieselben 12 % mit 9 Punkten Markt und 1 Punkt Management erzählen eine andere Geschichte. Kapitel 8: bei 50 % Fremdkapital wird aus 10 % Wertverlust 20 % Anteilwertverlust.

Tatsache: was geschehen ist und welche Auswirkung es hat, in Zahlen
Ursache: warum
Plan: was geschieht jetzt, bis wann, woran wird man es messen

Der Reporting-Kalender, rückwärts geplant

Kapitel 12 und Anhang C. Vom Versandtag zurück: Freigabe, Qualitätssicherung im Vier-Augen-Prinzip, Kommentar und Grafiken, NAV und Bewertungen, Objektdaten. Puffer an jeder Übergabestelle, ein Verantwortlicher je Zulieferung.

Fonds		Berichtsperiode	
Verantwortlich		Versandtag	

Schritt	Verantwortlich	Termin (Versand – Tage)	Puffer	erledigt
Objektdaten und Mieterinformationen vom Property Management				
Bewertungen der externen Bewerter				
NAV-Ermittlung durch den Administrator, Abstimmung				
Kommentar und Grafiken				
Qualitätssicherung: Vier Augen, Abstimmung gegen die Buchhaltung				
Freigabe durch die Geschäftsleitung				
Versand				
Factsheet aus denselben Zahlen				

Rhythmus	Inhalt	Termine im Jahr
Monatlich / quartalsweise	NAV, Factsheet, Zeichnungen und Rücknahmen der Periode	
Quartalsweise	Investorenbericht: Performance und Attribution, NAV, Portfolio, Pipeline, Finanzierung und Liquidität, Risiko und ESG, Managerkommentar	
Halbjährlich / jährlich	Geprüfter Abschluss, Jahresbericht, aufsichtsrechtliche Offenlegungen, Investoren- und Gremiensitzungen	
Anlassbezogen	Wesentlicher Ankauf oder Verkauf, Strategie- oder Teamwechsel, unerwartete Entwicklungen: früh und klar, nicht erst im nächsten Bericht	

Die neun Fragen des deutschen Rahmens

Anhang E. Sie ersetzen keine Prüfung, aber sie decken die Stellen ab, an denen Missverständnisse teuer werden. Alle Schwellen, Quoten und Fristen am geltenden Gesetzestext prüfen.

Fonds / Vehikel		KVG	
Verwahrstelle		Stand	

Nr	Frage	Antwort	Fundstelle
1	Wer ist die KVG, ist sie erlaubnispflichtig oder registriert, und welche Funktionen sind an wen ausgelagert?		
2	Wer entscheidet formal über einen Ankauf, wer bereitet ihn vor, und an welcher Stelle greift die Letztverantwortung der KVG?		
3	Wer ist Verwahrstelle, welche Geschäfte bedürfen ihrer Zustimmung, und wie viel Vorlauf braucht sie tatsächlich?		
4	Publikums- oder Spezial-AIF, und auf welcher Anlegerkategorie beruht die Einordnung?		
5	Wenn semiprofessionelle Anleger beteiligt sind: Ist ihre Einstufung dokumentiert und belastbar?		
6	Welche Anlagegrenzen ergeben sich aus dem Gesetz, welche aus den Anlagebedingungen, und wo ist der Vertrag strenger?		
7	Welches Aufsichtsregime gilt bei den Zielinvestoren, und wie behandelt es eine Beteiligung an diesem Fonds?		
8	Welche steuerliche Einordnung hat der Fonds, und welche Tätigkeiten würden sie gefährden?		
9	Bei offenen Publikumsfonds: Wie ist der Rückgabebestand über die kommenden zwölf Monate verteilt, und welche Liquiditätsquellen decken ihn? (Blatt 2)		

Größenordnungen aus Anhang E, unter Vorbehalt: Mindesthaltedauer 24 Monate, Rückgabefrist 12 Monate, Mindestliquidität rund 5 %, Obergrenze knapp die Hälfte, Kreditgrenze rund 30 % des Verkehrswerts, Risikomischung rund 15 % je Objekt beim Erwerb.