

Die Methode des internen Zinsfußes – Wahrheiten und Irrtümer (Teil III) **(Fortsetzung von 'k-mi'-special 16/05)**

– Dipl.-Ing. Hans-Martin Herbel, demark AG/Grünwald bei München –

5. Aussagekraft der mit der Methode des internen Zinsfußes berechneten Rendite

In Anlehnung an die Aussagekraft des Effektivzinses bei Darlehen kann auch die Aussagekraft der mit der Methode des internen Zinsfußes berechneten Rendite von Kapitalanlagen bestimmt werden – nicht mehr, aber auch nicht weniger. Die Aussage des Effektivzinses von Darlehen besteht im Grunde in folgendem Satz:

Der Effektivzins ist ein Indikator für die Kosten des (zum jeweiligen Zeitpunkt noch) geliehenen Kapitals.

Demnach bezieht sich der Effektivzins von Darlehen nicht (außer in besonderen Spezialfällen) auf das anfängliche Darlehensvolumen, sondern immer nur auf die momentane, durch Tilgungen verminderte, Restschuld, die natürlich gerade wegen der Tilgungen mit der Zeit veränderlich ist. Dieser Vorgang kommt im Leben eines jeden normalen Bürgers vor, so daß – und dies ist wichtig – ein vertrauter Vorgang beschrieben wird. Vertraute Vorgänge haben den Vorteil, daß man sie als Vergleichsmaßstab für neue oder ähnliche Vorgänge heranziehen kann. Erst der Vergleich mit Vertrautem macht das Neue einschätzbar. Wichtig: Der Normalbürger kennt von Darlehensvorgängen her also den Effektivzins als ein Kostenmaß für das von ihm (noch) geliehene Geld und gerade nicht als ein Maß, das sich auf das anfänglich geliehene Kapital (das womöglich schon Jahre zurückliegt) bezieht. Deshalb eignet sich der Effektivzins auch und gerade zum Vergleich von Darlehen unterschiedlich langer Laufzeiten und/oder unterschiedlicher Tilgungsweisen (etwa annuitätisch, konstant, endfällig). Für die Aussagekraft der mit der Methode des internen Zinsfußes berechneten Rendite von Kapitalanlagen kann das Vorstehende also analog wie folgt formuliert werden:

Die Rendite ist ein Indikator für den Nutzen des (zum jeweiligen Zeitpunkt noch) gebundenen Kapitals.

Oder: *„Wie effektiv arbeitet denn mein Kapital?“* – wohl wissend, daß das gebundene (*„arbeitende“*) Kapital über die Zeit unterschiedlich hoch sein kann (und sein wird!) und daß auch die Laufzeit (beim Vergleich zwischen mehreren Kapitalanlagen) unterschiedlich sein kann. Analoge Begriffe sind also: Die Restschuld entspricht dem gebundenen Kapital, die Annuität (Summe aus Zins und Tilgung) entspricht der Ausschüttung.

6. Vorschlag zur Darstellung der IRR-Rendite in Prospekten

Um Anlegern die Funktionsweise der Internen Zinsfußmethode etwas besser verständlich zu machen, wird hier vorgeschlagen, zukünftig in Prospekten die nachfolgend tabellarisch dargestellte Weise zu verwenden (das Beispiel lehnt sich eng an einen in 2003/2004 platzierten US-Policen-Fonds an). Zusätzlich zur jährlichen Ausschüttung sollte das jeweils der Verzinsung zugrundeliegende gebundene Kapital (hier Spalte 2) genannt werden, eventuell auch noch die Spalten 3, 4 und 6. Diese Tabelle zeigt folgendes:

- Das der Verzinsung als Basis zum jeweiligen Jahresanfang zugrundeliegende Kapital ändert sich (meist) jedes Jahr (Spalte 2).
- Das gebundene Kapital (Spalte 2) kann sich von Jahr zu Jahr erhöhen (siehe Jahr 2 im Vergleich zu Jahr 1), aber auch reduzieren (sonstige Jahre).
- Das gebundene Kapital kann höher sein als zum Investitionsbeginn (siehe Jahre 2, 3 und 4 im Vergleich zu Jahr 1), aber auch niedriger (übrige Jahre).
- Ausschüttungen sind immer eine Kombination aus 'Zins' und 'Tilgung'. Ausschüttungen können sowohl niedriger als die Verzinsung sein (siehe Jahr 1: Ausschüttung ist 0, Verzinsung war aber

Vorschlag zur Darstellung der Internen Zinsfußmethode in Prospektprognosen:

Jahr	Kontostand zu Jahresbeginn (Verzinsungsbasis, gebundenes Kapital)	Zinssatz (interner Zinsfuß)	Verzinsung	Ausschüttung	In der Ausschüttung enthaltene Kapitalrückzahlung (wenn positiv: Kapitaleinzahlung)	Kontostand zum Jahresende nach Ausschüttung
(1)	(2)	(3)	(4)=(2)*(3)	(5)	(6)	(7)=(2)+(4)+(5)
Invest.						105,0
1	105,0	10,16%	10,67	0,00	10,67	115,7
2	115,7	10,16%	11,76	-17,00	-5,24	110,4
3	110,4	10,16%	11,22	-14,00	-2,78	107,7
4	107,7	10,16%	10,94	-18,00	-7,06	100,6
5	100,6	10,16%	10,22	-22,00	-11,78	88,8
6	88,8	10,16%	9,03	-25,00	-15,97	72,8
7	72,8	10,16%	7,40	-26,00	-18,60	54,2
8	54,2	10,16%	5,51	-22,00	-16,49	37,8
9	37,8	10,16%	3,84	-18,00	-14,16	23,6
10	23,6	10,16%	2,40	-26,00	-23,60	0,0
	Mittelwert		Summe	Summe	Summe	
	81,7	10,16%	83,00	-188,0	-105,0	

© Hans-Martin Herbel, demark AG (Grünwald bei München), www.demark.de, kmi-special April 2005

10,67) oder aber auch höher (was meistens der Fall ist, siehe alle Jahre 2 bis 10). In letzteren Fällen enthält die Ausschüttung neben der Verzinsung immer auch (finanzmathematisch!) einen Kapitalrückzahlungsanteil. Übrigens könnte es in diesem Zusammenhang durchaus der besseren Verständlichkeit für Anleger dienen, den Begriff "Ausschüttung" durch den Begriff "Auszahlungen" zu ersetzen, um noch besser zu dokumentieren, daß eine "Ausschüttung" eben nicht deckungsgleich mit "Zinsen", "Verzinsung" oder ähnlichem ist.

- In der Schlußzeile kann man das "durchschnittlich gebundene Kapital" (Spalte 2: Wert 81,7) ablesen, sowie neben dem internen Zinsfuß (Spalte 3: 10,16% p. a.) auch die Gesamtverzinsung (also

die Vermögenmehrung), siehe Spalte 4: Wert 83. Folgender Zusammenhang ist gegeben:

- ++ Gesamtverzinsung = durchschnittlich gebundenes Kapital * interner Zinsfuß * Laufzeit (Jahre)
- ++ Gesamtverzinsung = Gesamtausschüttung minus Einzahlung
- ++ Zur Probe: 83 = 81,7 * 10,16% * 10 = 188 - 105 ✓

7. Vorschlag für zukünftige IDW-Standards

Um die in der Vergangenheit – meist unabsichtlich – entstandenen Mißverständnisse besser in den Griff zu bekommen, wird hier vorgeschlagen, selbstverständlich weiterhin die Methode des internen Zinsfußes als Maß zur Darstellung der Effektivität des jeweils gebundenen Kapitals zu verwenden, jedoch eine Art Normierung vorzunehmen, die zukünftig in Prospekten als Rahmen beachtet werden soll. Die beste Einrichtung zur Entwicklung und zur Überwachung dieser Norm wäre nach Ansicht des Autors das **IDW, Institut der Wirtschaftsprüfer**. Da ohnehin geplant ist, im Zuge der **BaFin**-Genehmigungspflicht für geschlossene Fonds-Prospekte den IDW Standard S4 weiterzuentwickeln, wird hier vorgeschlagen, diese Aspekte wie folgt einer Normierung näher zu bringen:

Hier gibt es bereits eine durchaus wertvolle Hilfe, für viele von unerwarteter Seite, nämlich vom **BMF** im Jahre 2000 "erlassen": Der Erlaß zum § 2 b EStG (auch wenn dieser womöglich bald wieder abgeschafft werden soll)! Dort ist anhand einer Tabelle ersichtlich, wie die Renditen vor und nach Steuern zu ermitteln sind, um den Quotienten, der sich aus den beiden Renditen ergibt, zu berechnen. Methodische Normierungen sollten deshalb vorgenommen werden, da dann Renditen wirklich "noch besser" miteinander vergleichbar gemacht werden könnten. Nahm in der Vergangenheit der eine Initiator bspw. an, die Steuerzahlung für den Schlußverkauf falle erst 1,5 Jahre später an als der Erlös aus dem Verkauf, der andere aber, daß diese beiden Kapitalströme gleichzeitig anfallen, so liegt es doch auf der Hand, daß schon alleine deshalb unterschiedliche Renditen zu erwarten sind. Solches sollte normiert werden. Das BMF nahm m. E. einen pragmatischen Weg, denn immerhin mußte ja nahezu jeder Finanzbeamte in der Lage sein, dies notfalls selbst auszurechnen (inzwischen auch als "BMF-Methode" bezeichnet):

- I. Einzahlungen (inkl. Agio!) werden auf den 1.1. des Jahres, in dem sie eingezahlt werden, gelegt.
- II. Ausschüttungen werden auf den 31.12. des Jahres gelegt, für das sie ausgeschüttet werden.
- III. Steuerwirkungen werden auf den 31.12. des Jahres gelegt, dem das zugehörige steuerliche Ergebnis zuzurechnen ist (somit fließen Steuerzahlungen /-erstattungen und Ausschüttungen immer am selben Tag).
- IV. Darstellung der Renditeberechnung in Prospekten wie zuvor in Punkt 6 vorgeschlagen.

Vorstehende Punkte I und III führen regelmäßig dazu, daß die prognostizierte Rendite eher geringer sein wird als die sich später in Wahrheit einstellende Rendite (solange die Prognosen der Höhe nach auch wirklich eintreffen), Punkt II führt tendenziell zum Gegenteil. Insgesamt aber dürften die so ermittelten Renditen in den meisten Fällen im Vergleich zur Ist-Situation tendenziell zu etwas geringeren Rendite-Prognosen führen.

Der Autor ist Vorsitzender des Vorstands der demark AG, München, und ist unter info@demark.de erreichbar.

Namentlich gekennzeichnete Beiträge geben nicht in jedem Fall die Meinung der Redaktion wieder.