

6. Dezember 2016

Gemeinsame Position des bsi¹ und des BVI² für einen Standard zur Darstellung der früheren Wertentwicklung in den wesentlichen Anlegerinformationen (wAI) von geschlossenen Publikums-AIF

Wir begrüßen die Initiative der BaFin, einen Standard zur Darstellung der früheren Wertentwicklung geschlossener Publikums-AIF in den wAI auf Basis der gesetzlichen Regelung in § 270 KAGB gemeinsam mit den betroffenen Verbänden zu erarbeiten. Hierfür möchten wir die nachfolgenden Erwägungen und Lösungsansätze einbringen, die nach unserer Auffassung in besonderem Maße den rechtlichen und tatsächlichen Umständen Rechnung tragen. Gerne erläutern wir Ihnen diese Vorschläge in einem persönlichen Gespräch.

1. Ausgangslage

Bei der Entwicklung von Lösungsansätzen sind folgende Punkte von wesentlicher Bedeutung, die aus unserer Sicht pragmatische und ergebnisorientierte Lösungsansätze zulassen:

- **Zeitlich befristete Darstellung der früheren Wertentwicklung:** Die in den wAI darzustellende frühere Wertentwicklung zielt nicht auf die gesamte vergangene Laufzeit des Fonds ab. Vielmehr kann in den wAI aufgrund der gesetzlichen Vorgaben nur ein zeitlich befristeter Ausschnitt der vergangenen Wertentwicklung für die ersten Jahre während der Platzierungs-/Vertriebsphase dargestellt werden. Gemäß § 268 Abs. 2 Satz 1 KAGB sind die wAI zwar auf dem neuesten Stand zu halten. Dies gilt jedoch gemäß § 268 Abs. 2 Satz 2 KAGB bei einer einmaligen Vertriebsphase nur für die Dauer der Vertriebsphase. Da dies in der Praxis der typische Anwendungsfall ist, kann vor diesem Hintergrund die darzustellende "frühere" Wertentwicklung nur Angaben für die vergangenen drei Jahre enthalten, weil die Platzierungsphase dann endet und keine wAIs mehr aktualisiert bzw. vorgehalten werden müssen. Die Präsentation der vergangenen Wertentwicklung würde sich daher im Sinne von Art. 15 Abs. 2 der Verordnung (EU) Nr. 583/2010 auf die letzten fünf Jahre beschränken, wobei regelmäßig die ersten drei Kalenderjahre einen Wert von „Null“ aufzeigen bzw. keine Angaben zugrunde gelegt werden können.
- **Verzerrte Darstellung der Wertentwicklung in der Platzierungsphase:** Der Ausschnitt der im Vergleich zur gesamten Laufzeit des geschlossenen Fonds kurzen Anfangsphase lässt es nicht zu, die Wertentwicklung ohne weiteres zu berechnen. In der Platzierungsphase wird zunächst Kapital

¹ Der bsi Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e.V. ist die Interessenvertretung der Unternehmen, die Sachwerte verwalten und deren Tätigkeit im direkten Zusammenhang mit dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) steht. Dazu zählen 60 Mitglieder im Bereich der Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGs), Verwahrstellen, Auslagerungsunternehmen sowie rechtliche, steuerliche und betriebswirtschaftliche Berater. Der bsi vertritt die Sachwertinvestmentbranche gegenüber Politik und Öffentlichkeit und ist originärer Ansprechpartner für die Finanzaufsicht. Der Verband begleitet für seine Mitglieder Gesetzgebungs- und Ordnungsverfahren auf nationaler und europäischer Ebene. Darüber hinaus erarbeitet der bsi mit seinen Mitgliedern Branchenstandards.

² Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Investmentindustrie. Seine 98 Mitglieder verwalten über 2,8 Billionen Euro in OGAWs, AIFs und Vermögensverwaltungsmandaten.

Mit der Interessenvertretung der Mitglieder engagiert sich der BVI für bessere Rahmenbedingungen für die Investmentanleger. Die Mitgliedsgesellschaften des BVI betreuen direkt oder indirekt das Vermögen von rund 50 Millionen Menschen in rund 21 Millionen Haushalten.



der Anleger eingesammelt und es finden keine oder im Vergleich zum Zielvolumen geringe Investitionen statt, was zu erheblichen negativen Verzerrungen bei der Berechnung der Wertentwicklung führen würde. Diese Verzerrungen sind allein rechentechnisch, aber nicht sachlich begründet. Eine verzerrungsfreie Wertentwicklungsberechnung ist erst nach Abschluss der Platzierungs-/Vertriebsphase möglich, da sich dann die tatsächliche Entwicklung des Fonds aufgrund der getätigten Investitionen und Bewirtschaftungen der Sachwerte aufzeigen lässt. Für diesen Zeitraum sind dann aber keine wAI mehr vorzuhalten. Die für die Anfangsphase dennoch in den wAI darzustellende frühere Wertentwicklung des geschlossenen Publikums-AIF ist daher per se nicht repräsentativ und nicht geeignet, dem Anleger ein umfassendes Bild einer früheren Wertentwicklung im eigentlichen Sinn zu vermitteln. Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu den offenen Fonds.

- **Darstellung nur für Übergangszeitraum infolge der PRIIPs-VO:** Zudem sind wAI auf Grundlage der aktuellen KAGB-Vorschriften nur noch für einen Übergangszeitraum bis zum Inkrafttreten der Regelungen zur Erstellung wesentlicher Anlegerinformationen auf Grundlage der PRIIPs-VO zu erstellen. Die betroffenen Kapitalverwaltungsgesellschaften müssen voraussichtlich ab dem 1. Januar 2020 Informationen nach der PRIIPs-VO erstellen, die lediglich Performance-Szenarien und keine vergangene Wertentwicklung enthalten müssen. Der Aufwand für die Berechnung der früheren Wertentwicklung auf Basis der aktuellen KAGB-Vorschriften sollte daher überschaubar bleiben.

2. Vorschlag zur Berechnungsweise der früheren Wertentwicklung in den wAI geschlossener Fonds

Unser Vorschlag basiert auf dem gesetzlichen Ansatz, dass sich die Berechnungen der früheren Wertentwicklung auf den Nettoinventarwert (NAV) des Fonds stützen (vgl. § 270 Abs. 2 Satz 1 iVm. Art. 16 der Verordnung (EU) Nr. 583/2010). Im Vergleich zu offenen Fonds bestehen jedoch folgende Besonderheiten, die zu berücksichtigen sind:

- **Frequenz der NAV-Ermittlung während Platzierungsphase:** Gemäß § 272 Abs. 1 Satz 1 KAGB hat die Berechnung des NAV mindestens einmal jährlich zu erfolgen. § 272 Abs. 1 Satz 2 KAGB schreibt zudem vor, dass der NAV auch bei Erhöhung oder Herabsetzung des Gesellschaftsvermögens des Fonds ermittelt werden muss. Art. 72 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 konkretisiert diese Regelung dahingehend, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft gewährleistet, den NAV bei jeder Ausgabe, Zeichnung, Rücknahme oder Annullierung von Anteilen zu berechnen.

Während der Platzierungsphase besteht jedoch die Besonderheit, dass das zur Ermittlung des NAV herangezogene Fondsvermögen erst schrittweise aufgebaut wird. Die anfänglich fehlenden oder geringen Investitionen lassen keine oder geringe Wertänderungen zu. Das führt in Verbindung mit den bereits anfallenden Kosten in einem unterjährigen Berechnungssturnus zu erheblichen, wirklichkeitsfremden Überzeichnungen des Rechenergebnisses. Auf Basis der zwischen bsi und BaFin abgestimmten Formulierungsbeispiele für die Informationen über den jüngsten NAV gemäß § 297 Abs. 2 Satz 1 KAGB ist der NAV daher erst **nach** Abschluss der Platzierungsphase auch bei Kapitalerhöhungen oder –herabsetzungen zu ermitteln. Um einen Gleichlauf mit dieser Anlegerinformation herzustellen, ist es sachgerecht, für die Berechnung der früheren Wertentwicklung während der Platzierungsphase ebenfalls nur den einmal jährlich ermittelten NAV-Wert zugrunde zu legen.



- **Berücksichtigung von Platzierungsgarantien bei der NAV-Ermittlung:** Die zwischen bsi und BaFin abgestimmten Formulierungsbeispiele für die Informationen über den jüngsten NAV gemäß § 297 Abs. 2 Satz 1 KAGB berücksichtigen zudem die Besonderheiten von Platzierungsgarantien wie folgt: Soweit ein Garant die einzuzahlenden Nominaleinlagen der Anleger während der Platzierungsphase durch eine Garantie absichert, ist diese für die Ermittlung des NAVs wie eingezahltes Kommanditkapital zu behandeln. Um auch hier einen Gleichlauf mit von wAI und Informationen über den jüngsten NAV herzustellen, ist es sachgerecht, für die Berechnung der früheren Wertentwicklung während der Platzierungsphase derartige Garantien bei der NAV-Ermittlung werterhöhend zu berücksichtigen.
- **Berücksichtigung von Initialkosten bei der NAV-Ermittlung:** Gemäß der von der BaFin veröffentlichten Musterbausteine für Kostenklauseln geschlossener Publikumsfonds (Stand: 30. September 2014) sind die in der Beitrittsphase entstandenen Initialkosten dem Fonds einmalig zu belasten. Ausgehend von diesem Grundsatz gehen wir davon aus, dass die Initialkosten bei Ermittlung des NAV wertmindernd zu berücksichtigen sind.
- **Wiederanlagefiktion:** Gemäß Art. 16 der Verordnung (EU) 583/2010 ist bei der Berechnung der früheren Wertentwicklung von offenen Fonds davon auszugehen, dass die Erträge des Fonds wieder angelegt und nicht an den Anleger ausgeschüttet werden. Diese Annahme stützt sich darauf, dass bei offenen Fonds einerseits Anleger ihre Anteile regelmäßig zurückgeben können und andererseits regelmäßig neue Anleger in den Fonds investieren. Dieses Konzept kommt bei geschlossenen Fonds nicht zum Tragen. Vielmehr ist dieses Produkt darauf ausgerichtet, während einer bestimmten Platzierungs-/Investitionsphase Kapital der Anleger einzusammeln sowie die erwirtschafteten Erträge an die Anleger auszuzahlen und nicht wieder anzulegen. Die in Art. 16 der Verordnung (EU) 583/2010 niedergelegte Berechnungsmethode ist daher in Bezug auf die Wiederanlage der ausgeschütteten Erträge für die Zwecke der wAI insbesondere während der Platzierungsphase nicht praktikabel. Falls bereits in der Platzierungsphase etwaige Erträge an die Anleger ausgeschüttet werden, ist dies jedoch bei der Darstellung der vergangenen Wertentwicklung des geschlossenen Fonds transparent zu machen. Diese Auszahlungen spiegeln eine vom Fonds erbrachte und für den Anleger verfügbare Leistung wieder. Dies würde auch das Verständnis des Anlegers erleichtern. Denn gemäß § 270 Abs. 2 Nr. 4 KAGB müssen in den wAI bei Auflage des Fonds, bei dem noch kein vollständiges Kalenderjahr an Datenhistorie über eine frühere Wertentwicklung vorlag, anstelle der vergangenen Wertentwicklung die Aussichten für Kapitalrückzahlungen und Erträge anhand von drei zweckmäßigen Szenarien als potenzielle Wertentwicklung illustriert werden. Es ist daher im Anlegerinteresse, den Zusammenhang zwischen „Sollzustand“ auf Grundlage der ursprünglich dargestellten Szenarien für eine potenzielle Entwicklung der Ausschüttung und dem „Istzustand“ der tatsächlich gezahlten Ausschüttungen bei der Darstellung der früheren Wertentwicklung herzustellen.



Ausgehend von diesen Vorüberlegungen kommen folgende zwei Ansätze zur Berechnung der früheren Wertentwicklung in Betracht:

a. Berechnung auf Basis der TVPI-Methode (Total Value to Paid-in Capital)

Die TVPI-Kennziffer gibt den Gesamtwert der Fondsbeteiligung im Verhältnis zum eingezahlten Kapital nach folgender Formel an: $(NAV + \text{Rückflüsse}) / \text{Kapitaleinzahlungen}$. Das Säulendiagramm in den wAI würde somit den während der Platzierungsphase einmal jährlich ermittelten NAV-Wert prozentual zum eingezahlten Kapital ausweisen. Etwaige Rückflüsse/Ausschüttungen an die Anleger könnten auf diese Weise in dem Säulendiagramm zusätzlich transparent gemacht werden. Die Initialkosten wären bei der Berechnung des NAVs berücksichtigt.

b. Darstellung der prozentualen Entwicklung der TVPI-Kennziffer

Der Lösungsansatz unter a) vergleicht den jährlichen TVPI-Wert mit dem eingezahlten Kapital. Als weitere Lösung käme auch die prozentuale Entwicklung der auf Basis der Methode unter a) ermittelten TVPI-Kennziffer in Betracht. Die Initialkosten wären auch in diesem Fall berücksichtigt, weshalb dann die so dargestellte frühere Wertentwicklung in den ersten Jahren voraussichtlich negativ wäre. Etwaige Auswirkungen der Ausschüttungen an den Anleger könnten in diesem Fall zusätzlich in der textlichen Beschreibung kenntlich gemacht werden.

Wir haben die beiden Methoden anhand von Beispielen im Anhang illustriert (**Anlage**).

Schließlich möchten wir an dieser Stelle nochmals betonen, dass wir einen Berechnungsansatz auf Basis einer modifizierten Zinsfußmethode (IRR) für die Darstellung der früheren Wertentwicklung in den wAI ablehnen und diesen Ansatz auch nicht mit den gesetzlichen Vorgaben für vereinbar halten. Wir verweisen insoweit auf die bereits von beiden Verbänden vorliegenden Stellungnahmen.

3. Anmerkungen zur textlichen Darstellung in den WAI

Bei der textlichen Darstellung in den wAI regen wir an, sich an der Beschreibung für offene Fonds zu orientieren. Insbesondere gehen wir davon aus, dass die der früheren Wertentwicklung zugrunde liegende Berechnungsmethode nicht nochmals separat erläutert werden muss. Ausführungen dazu in den wAI halten wir daher für entbehrlich.

Darüber hinaus bitten wir, in der textlichen Darstellung nicht auf das Gründungsjahr des Fonds, sondern das Jahr der Auflage des Fonds abzustellen. Letztgenanntes verstehen wir als solches, in dem der erste Anleger dem Fonds beigetreten ist. Eine solche Betrachtung stünde im Einklang mit der gelebten Praxis zur Berechnung der Fristen für die Einhaltung der Risikomischung und der Rückführung des Fremdkapitals innerhalb von 18 Monaten.



Abschließend regen wir an, dass etwaige Vorgaben der Aufsicht für eine textliche Beschreibung lediglich als Beispiel zu verstehen sind, um ggf. individuelle Anpassungen noch vornehmen zu können. Wir schlagen daher folgende Textbausteine vor, die sich an der Auflistung in Art. 15 Abs. 5 der Verordnung (EU) Nr. 583/2010 orientieren:

*„Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die künftige Entwicklung.
Bei der Berechnung wurden sämtliche Kosten und Gebühren [mit Ausnahme des Ausgabeaufschlags] mit berücksichtigt.
Der Fonds wurde im Jahr [Jahr des Beitritts des ersten Anlegers] aufgelegt.
Die historische Wertentwicklung wurde in [Währung] berechnet.“*

Bei einer prozentualen Darstellung der TVPI-Methode könnte der Text wie folgt ergänzt werden:
„Seit Auflegung des Fonds wurden [keine] Ertragsausschüttungen [in Höhe von xy Prozent] getätigt“.

Vorschlag zur Darstellung der früheren Wertentwicklung in den wAI von geschlossenen Publikums-AIF

Folgender Standard für die Darstellung der früheren Wertentwicklung in den wesentlichen Anlegerinformationen geschlossener Publikums-AIF soll Geltung haben:

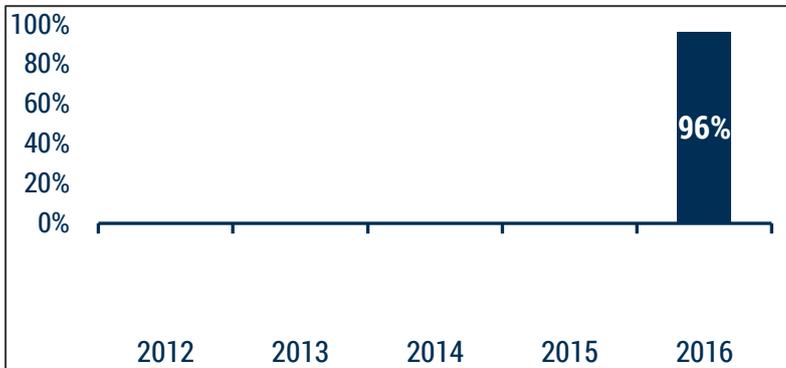
1. Bildliche Darstellung:

- Säulendiagramm;
- im Regelfall stellt das Säulendiagramm die Wertentwicklung des AIF in den letzten fünf Kalenderjahren dar;
- auf der X-Achse erfolgt eine Angabe der prozentualen Wertentwicklung in der Vergangenheit
- jede Säule wird mit einer Legende versehen, in der der TVPI / die Entwicklung des TVPI in % angegeben wird;
- Zahlen für frühere Wertentwicklungen werden auf eine Dezimalstelle nach dem Komma aufgerundet

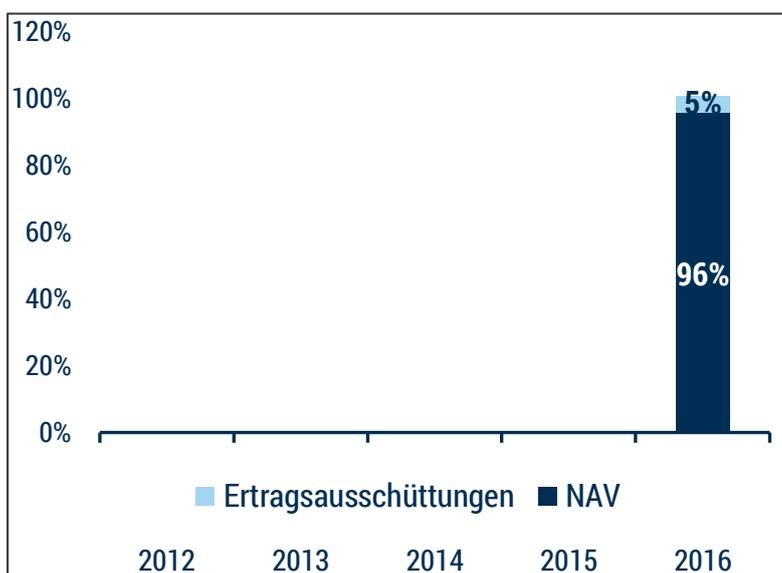
2. Rechenbeispiele:

Darstellungsweise 1: reine TVPI-Methode

Beispiel 1a (ohne Ertragsausschüttungen): AIF wurde in 2015 aufgelegt. Das wAI müsste erstmalig nach Ablauf des ersten vollständigen Kalenderjahres (2016) in 2017 aktualisiert werden, angenommen, dass sich der AIF noch in der Vertriebsphase befindet. Die Performance würde für das erste vollständige Kalenderjahr (2016) ausgewiesen werden. In 2015 fallen entweder einmalige Initiaalkosten in Höhe von 7% an oder diese werden sukzessive mit Beitritt der Anleger abgezogen. Beides wirkt sich wertmindernd auf den TVPI aus. Im Kalenderjahr 2015 wurden keine Ertragsausschüttungen getätigt. Der TVPI beträgt demnach (ggf. inklusive werthaltiger Platzierungsgarantie) 93%. Im Jahr 2016 kommt es zusätzlich zu einer Erhöhung der Werte der Assets im Fonds um drei Prozentpunkte. Der NAV steigt auf 96%. Es werden auch im zweiten Vertriebsjahr keine Ertragsausschüttungen getätigt.

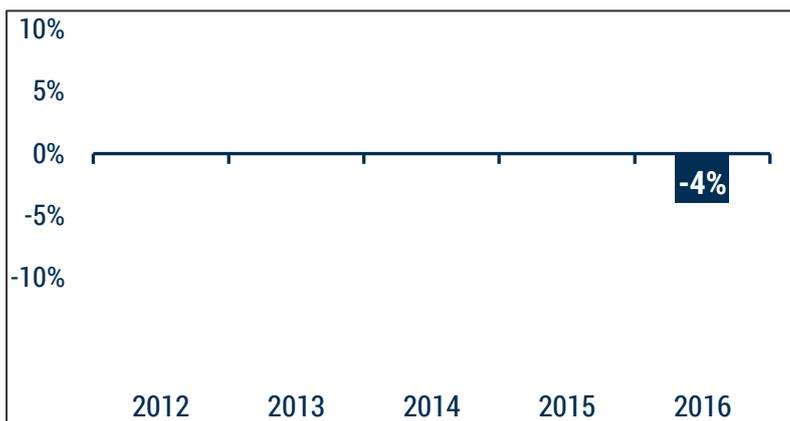


Beispiel 1b (inkl. Ertragsausschüttungen): AIF wurde in 2015 aufgelegt. Das wAI müsste erstmalig nach Ablauf des ersten vollständigen Kalenderjahres (2016) in 2017 aktualisiert werden, angenommen, dass sich der AIF noch in der Vertriebsphase befindet. Die Performance würde für das erste vollständige Kalenderjahr (2016) ausgewiesen werden. In 2015 fallen entweder einmalige Initialkosten in Höhe von 7% an oder diese werden sukzessive mit Beitritt der Anleger abgezogen. Beides wirkt sich wertmindernd auf den TVPI aus. Im Kalenderjahr 2015 wurden keine Ertragsausschüttungen getätigt. Der TVPI beträgt (ggf. inklusive werthaltiger Platzierungsgarantie) 93%. In 2016 werden 5% an die Anleger ausgeschüttet. Im Jahr 2016 kommt es zusätzlich zu einer Erhöhung der Werte der Assets im Fonds um drei Prozentpunkte. Der NAV steigt auf 96%. Der TVPI kann in NAV und Ertragsausschüttungen differenziert werden.

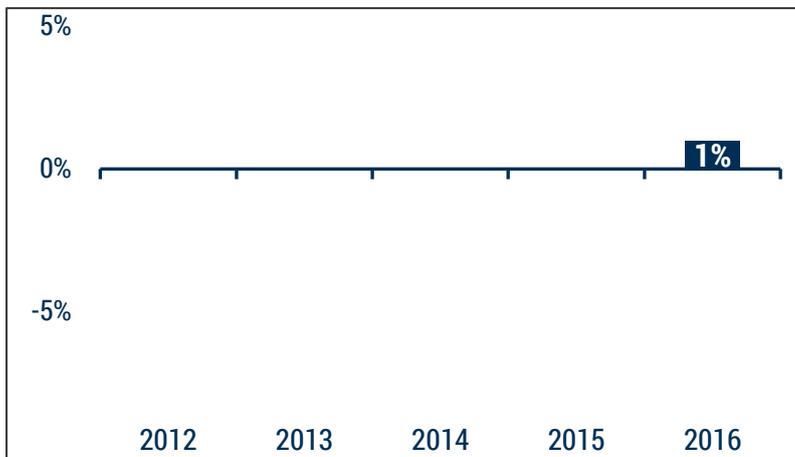


Darstellungsweise 2: prozentuale Entwicklung des TVPI

Beispiel 2a (ohne Ertragsausschüttungen): AIF wurde in 2015 aufgelegt. Das wAI müsste erstmalig nach Ablauf des ersten vollständigen Kalenderjahres (2016) in 2017 aktualisiert werden, angenommen, dass sich der AIF noch in der Vertriebsphase befindet. Die Performance würde für das erste vollständige Kalenderjahr (2016) ausgewiesen werden. In 2015 fallen entweder einmalige Initalkosten in Höhe von 7% an oder diese werden sukzessive mit Beitritt der Anleger abgezogen. Beides wirkt sich wertmindernd auf den TVPI aus. Im Kalenderjahr 2015 wurden keine Ertragsausschüttungen getätigt. Im Jahr 2016 kommt es zu einer Erhöhung der Werte der Assets im Fonds um drei Prozentpunkte. Der NAV steigt auf 96%. Es werden auch im zweiten Vertriebsjahr keine Ertragsausschüttungen getätigt. Die tatsächliche prozentuale Entwicklung des TVPI zum Ausgangswert beträgt -4%.



Beispiel 2b (inkl. Ertragsausschüttungen): AIF wurde in 2015 aufgelegt. Das wAI müsste erstmalig nach Ablauf des ersten vollständigen Kalenderjahres (2016) in 2017 aktualisiert werden, angenommen, dass sich der AIF noch in der Vertriebsphase befindet. Die Performance würde für das erste vollständige Kalenderjahr (2016) ausgewiesen werden. In 2015 fallen entweder einmalige Initalkosten in Höhe von 7% an oder diese werden sukzessive mit Beitritt der Anleger abgezogen. Beides wirkt sich wertmindernd auf den TVPI aus. Im Kalenderjahr 2015 wurden keine Ertragsausschüttungen getätigt. In 2016 werden 5% Ertragsausschüttungen getätigt. Im Jahr 2016 kommt es zudem zu einer Erhöhung der Werte der Assets im Fonds um drei Prozentpunkte. Der TVPI steigt auf 101%. Die tatsächliche prozentuale Wertentwicklung zum Ausgangswert beträgt 1%. Die geleisteten Ertragsausschüttungen sind textlich im Erläuterungstext hervorzuheben.



3. Text

„Wertentwicklung in der Vergangenheit

„Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die künftige Entwicklung.

Bei der Berechnung wurden sämtliche Kosten und Gebühren [mit Ausnahme des Ausgabeaufschlags] mit berücksichtigt.

Der Fonds wurde im Jahr [Jahr des Beitritts des ersten Anlegers] aufgelegt.

Die historische Wertentwicklung wurde in [Währung] berechnet.

Seit Auflage wurden x % Ausschüttungen getätigt.