

## **BVI<sup>1</sup>-Position zum Vorschlag der BaFin vom 28. Juli 2016 für einen Standard zur Darstellung der früheren Wertentwicklung in den wesentlichen Anlegerinformationen (WAI) von geschlossenen Publikums-AIF**

Wir bedanken uns für die Gelegenheit zur Stellungnahme und für die Möglichkeit eines Austausches über die Darstellung der früheren Wertentwicklung in den WAI von geschlossenen Publikums-AIF. Insbesondere begrüßen wir die Initiative der BaFin, hierfür einen Standard zu etablieren. Die Investmentbranche setzt sich bereits seit einiger Zeit intensiv mit Lösungsansätzen für eine Berechnung der früheren Wertentwicklung von geschlossenen Fonds auseinander. Basierend auf den daraus bislang gewonnenen Erkenntnissen haben wir zu dem Vorschlag der BaFin folgende Anmerkungen:

### **1. Vergleichbarkeit nur auf Basis einer zeitgewichteten Methode möglich**

Die vergangenheitsbezogene Performance von Fonds und damit auch die zugrunde liegende Berechnung haben große praktische Bedeutung. Wir unterstützen daher ausdrücklich den Ansatz, dass Performanceangaben vergleichbar sein müssen. Hierbei kommt es jedoch nicht nur darauf an, dass die Performance geschlossener Fonds untereinander vergleichbar ist. Vielmehr halten wir es für zwingend erforderlich, auch eine Vergleichbarkeit der Performanceberechnung zwischen offenen und geschlossenen Fonds (z. B. bei Immobilienfonds) herzustellen.

Den vorgeschlagenen Berechnungsansatz für eine standardisierte Berechnung einer früheren Performance auf Basis einer modifizierten Zinsfußmethode lehnen wir strikt ab, weil dieser Ansatz gerade nicht zu den gewünschten vergleichbaren Ergebnissen führt. Der interne Zinsfuß (IRR, Internal Rate of Return) gehört zu den geldgewichteten Renditemaßen (MWR, Money Weighted Return). Die IRR-Methode unterstellt für die Gesamtlaufzeit des Fonds einen einzigen, gleichbleibenden Zinssatz und ein durchschnittlich gebundenes Kapital. Diese Betrachtung blendet Einflüsse im Zeitablauf aus und vernachlässigt insbesondere Wertänderungen des geschlossenen Fonds während seiner Laufzeit. Die modifizierte Zinsfußmethode liefert zudem nicht in allen Fällen rechnerisch ein eindeutiges Ergebnis. Denn sie arbeitet mit zwei Rechnungszinssätzen, die ebenfalls als nicht-produktbezogene und intransparente Einflussgrößen die konkrete Wertentwicklung des geschlossenen Fonds verzerrt wiedergeben und unterschiedliche Ergebnisse zur Folge haben können.

Die Performancemessung für offene Fonds erfolgt hingegen nach einem zeitgewichteten Renditemaß (TWR, Time Weighted Return), das sich auf regelmäßig veröffentlichte Fondspreise und Ertragsdaten stützt und daher auf einfachem Weg genaue und vergleichbare Ergebnisse liefert.

Auch bei geschlossenen Fonds ist eine zeitgewichtete Berechnung der Wertentwicklung auf Grundlage der NAV-Ermittlung einer geldgewichteten Berechnung und insbesondere der internen Zinsfußmethode vorzuziehen. Die geldgewichtete Methode wurde in der Kapitalmarktforschung im Bereich des Asset

---

<sup>1</sup> Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Investmentindustrie. Seine 95 Mitglieder verwalten über 2,7 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.



Managements ursprünglich für die Fälle erarbeitet, in denen eine Performanceberechnung auf Grundlage einer zeitgewichteten Methode nicht möglich oder wegen Datenmängeln (z. B. fehlende Nettoinventarwerte) nicht zu vertreten war. Auf Grundlage der mit dem KAGB gleichermaßen für offene und geschlossene Fonds eingeführten allgemeinen gesetzlichen Anforderungen zum Nettoinventarwert (NAV) ist inzwischen eine zeitgewichtete Berechnung für geschlossene Fonds ohne wesentlichen Mehraufwand möglich:

- Nach den Vorgaben des KAGB müssen geschlossene Fonds mindestens einmal jährlich den NAV ermitteln. Die vor der KAGB-Einführung für geschlossene Fonds entwickelte Praxis, zu Beginn und am Ende der Laufzeit des geschlossenen Fonds eine Bewertung durchzuführen, ist daher durch die gesetzliche Vorgabe obsolet und außerdem nicht geeignet, eine für die WAI erforderliche vergangene Wertentwicklung auf Jahresbasis darzustellen. Ein etwaiger Standard für eine Performanceberechnung muss sich daher dieser gesetzlichen Entwicklung anpassen.
- Aufgrund der weiteren gesetzlichen Pflichten für das Reporting (z. B. AIFMD-Reporting, Reporting für die Bundesbankstatistik) und das interne Risikocontrolling beurteilen und dokumentieren Kapitalverwaltungsgesellschaften einen NAV regelmäßig auch unterjährig. Dabei stützt sich die Praxis beispielsweise auf unterjährigen Daten, die den letztverfügbaren, einmal jährlich ermittelten NAV fortschreiben bzw. etwaige Veränderungen auf Portfolioebene berücksichtigen (z. B. Liquidität, Einzahlungen von oder Ausschüttungen an die Anleger). In den Buchhaltungssystemen der Kapitalverwaltungsgesellschaft wären daher Daten für eine Performanceberechnung auf Basis einer zeitgewichteten Methode grundsätzlich verfügbar.
- Die zeitgewichtete Methode liefert für einzelne Zeiträume während der Laufzeit des geschlossenen Fonds wie auch für die Gesamtlaufzeit exaktere Ergebnisse, weil die Bewertungsgrundlagen unter Berücksichtigung der Portfolioentwicklung (z. B. aufgrund von Ausschüttungen an die Anleger) enger getaktet sind. Dies führt zu einer Vergleichbarkeit offener und geschlossener Fonds.

Über die konkreten Einzelheiten einer Berechnung der Performance auf Grundlage einer zeitgewichteten Methode stimmen wir uns derzeit innerhalb der gesamten geschlossenen Fondsbranche ab. Da wir alle an einem sachgerechten und KAGB-konformen Ansatz interessiert sind, möchten wir den Dialog auch mit Ihnen gemeinsam führen. Trotz der bereits fortgeschrittenen Diskussion innerhalb der Industrie reicht jedoch die von Ihnen gesetzte Frist nicht aus, um einen konkreten, gemeinsamen Lösungsvorschlag präsentieren zu können. Wir möchten daher gerne die Diskussion mit Ihnen und den anderen betroffenen Verbänden in einem persönlichen Gespräch fortsetzen.

## **2. Praktische Anwendungsfälle zur Darstellung einer früheren Wertentwicklung in den WAI**

Der Handlungsbedarf besteht aus unserer Sicht für folgende Fälle: Nach den gesetzlichen Vorgaben ist eine frühere Wertentwicklung von Publikums-AIF nur dann in den WAI darzustellen, wenn Performedaten bereits für ein vollständiges Kalenderjahr vorliegen. Ist dies nicht der Fall, sind anstelle der bisherigen Wertentwicklung lediglich die Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen in Form einer Illustration anhand von mindestens drei zweckmäßigen Szenarien der potenziellen Wertentwicklung darzustellen (vgl. § 270 Abs. 2 Satz 1 Nr. 4 KAGB). Das bedeutet, in der Praxis wird die Kapitalverwaltungsgesellschaft bei Auflage des Fonds immer erst einen WAI ohne eine frühere Wertentwicklung darstellen, weil es an einer Datenhistorie fehlt.

Gemäß § 268 Abs. 2 Satz 1 KAGB sind die WAI auf dem neuesten Stand zu halten, wobei dies gemäß § 268 Abs. 2 Satz 2 KAGB bei einer einmaligen Vertriebsphase nur für die Dauer der Vertriebsphase



gilt. Eine etwaige Verpflichtung für eine Darstellung einer früheren Wertentwicklung ergibt sich in den Fällen, in denen Anteile oder Aktien an dem geschlossenen Publikums-AIF auch noch nach Ablauf des ersten vollständigen Kalenderjahres vertrieben werden und die ursprünglich erstellten WAI dann ggf. nicht mehr aktuell sind. Die praktischen Anwendungsfälle sind daher erst dann gegeben, wenn sich die Vertriebsphase auf längere Zeiträume erstreckt. Wir gehen davon aus, dass sich der Vorschlag der BaFin für eine Darstellung der früheren Wertentwicklung in den WAI ausschließlich auf diese Fälle bezieht.

### **3. Anmerkungen zur textlichen Darstellung in den WAI**

Unabhängig von der Performanceberechnung sollte sich im Übrigen die Darstellung der früheren Wertentwicklung von geschlossenen Fonds in den WAI an den für offene Fonds etablierten Standards orientieren. Das vorgeschlagene Säulendiagramm mit den jeweils anzugebenden Zeiträumen halten wir daher für sachgerecht.

Bei der textlichen Darstellung in den WAI bitten wir zu berücksichtigen, dass für die gesamten WAI nur ein begrenzter Platz zur Verfügung steht. Insbesondere können wir keine gesetzliche Regelung erkennen, wonach zwingend die der früheren Wertentwicklung zugrunde liegenden Berechnungsmethode erläutert werden muss. Ausführungen dazu in den WAI halten wir daher für entbehrlich.

Wir regen außerdem an, dass etwaige Vorgaben der Aufsicht für eine textliche Beschreibung lediglich als Beispiel zu verstehen sind, um ggf. individuelle Anpassungen noch vornehmen zu können. Auch das Wort „Warnhinweis“ ist in Art. 15 Abs. 2 der Verordnung (EU) Nr. 583/2010 nicht vorgeschrieben. 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.  
Die Gesellschaft wurde im Jahr [Jahr der Auflage] gegründet.  
Die historische Wertentwicklung wurde in [Euro] berechnet.“*