

NET ASSET VALUE – TRANSPARENZ UND WACHSTUM IM FONDSGESCHÄFT

HERAUSFORDERUNGEN FÜR DEUTSCHE
INITIATOREN UND KAPITALVERWALTUNGS-
GESELLSCHAFTEN DURCH AIFM/KAGB



VORWORT

Die Nachwirkungen der Finanzkrise in Form veränderter Marktbedingungen und verstärkter Regulierung durch die europäische AIFM-Richtlinie entfalten nun ihre volle Wirkung. Insbesondere für den deutschen Fondsmarkt mit seinem hohen Anteil an geschlossenen Fonds sind gravierende Veränderungen zu erwarten. Um im Wettbewerb um Anlegerkapital bestehen zu können, legen die führenden Anbieter ihren Fokus auf Transparenz und Performance. Hier kommt der professionellen Bewertung der Vermögensgegenstände und der laufenden Bestimmung des Nettoinventarwerts (Net Asset Value) eine hohe Bedeutung zu.

Zugleich kann vor dem Hintergrund der gestiegenen operativen Anforderungen vor allem bei geschlossenen Fonds eine Konsolidierung auf Anbieterseite erwartet werden. Vor dem Hintergrund dieser vielfältigen Herausforderungen möchten wir mit dieser Publikation dazu beitragen, dass Initiatoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften die neuen regulatorischen Anforderungen einordnen und sich auf veränderte Markt- und Wettbewerbsbedingungen einstellen können.

BDO hat ein Team aus erfahrenen Spezialisten zusammengestellt, die sich seit Jahren ausschließlich auf die Fondsindustrie und das Asset Management fokussieren. Beispiele der spezifischen Projekterfahrungen unserer Berater sind:

- Laufende Net Asset Value-Bewertung von Immobilien-Fondsanteilen im Auftrag eines globalen Investmentmanagers
- Umfassende Beratung eines Asset Managers auf den Feldern Performancemessung, Compliance und Corporate Governance
- Analyse von Risikomessungsmethodik und Reporting derivativer Finanzinstrumente bei einem institutionellen Anleger
- Bewertung einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und Bewertung eines unabhängigen Vermögensverwalters
- Due Diligence Beratung im Zuge der Übernahme eines Asset Managers durch einen Wettbewerber
- Beratung eines Asset Managers im Zuge des Erwerbs von Assets für eine Fondsgesellschaft
- Bewertung eines europäischen Investmentmanagers im Zuge eines Squeeze-outs

Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen.

IHR BDO CORPORATE FINANCE | FINANCIAL SERVICES TEAM

Unsere Kontaktadressen finden Sie auf der letzten Seite.

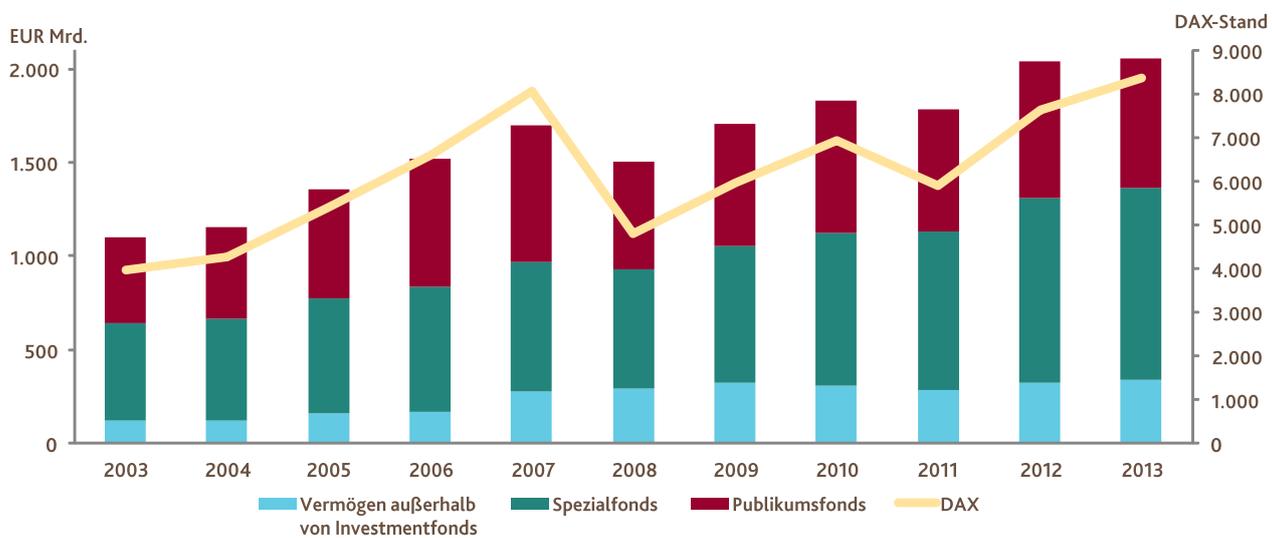
INHALT



Asset Management und Fonds - eine Branche im Umbruch	3
Das neue regulatorische Umfeld durch AIFM/KAGB	6
Transparenz über die Fondsp performance: Der Nettoinventarwert	10
Wachstumschancen im Asset Management Markt	16
Über BDO Corporate Finance Financial Services	18
Ansprechpartner	19

ASSET MANAGEMENT UND FONDS – EINE BRANCHE IM UMBRUCH

Die Asset Management Branche befindet sich in einem tief greifenden Wandel. Der Veränderungsprozess, der durch die **Finanzmarktkrise von 2008** ausgelöst wurde und sich durch verschiedene öffentlichkeitswirksame Anlagebetrugsskandale verstärkt hat, geht nunmehr in eine entscheidende Phase. Dolose Handlungen einzelner Vermögensverwalter und die aus Anlegersicht schwache Performance vieler aktiv gemanagter Anlagen im Zuge der Finanzkrise führten zu einer tiefen **Vertrauenskrise**. Die Aspekte Sicherheit, Transparenz und Kosten sind verstärkt in den Fokus gerückt, obwohl sich die Assets under Management der deutschen Fondsbranche seit der Finanzmarktkrise von 2008 (im Gleichlauf mit der DAX-Entwicklung) wieder positiv entwickelt haben (Abbildung 1).



Quellen: BVI Investmentstatistik, Deutsche Börse AG

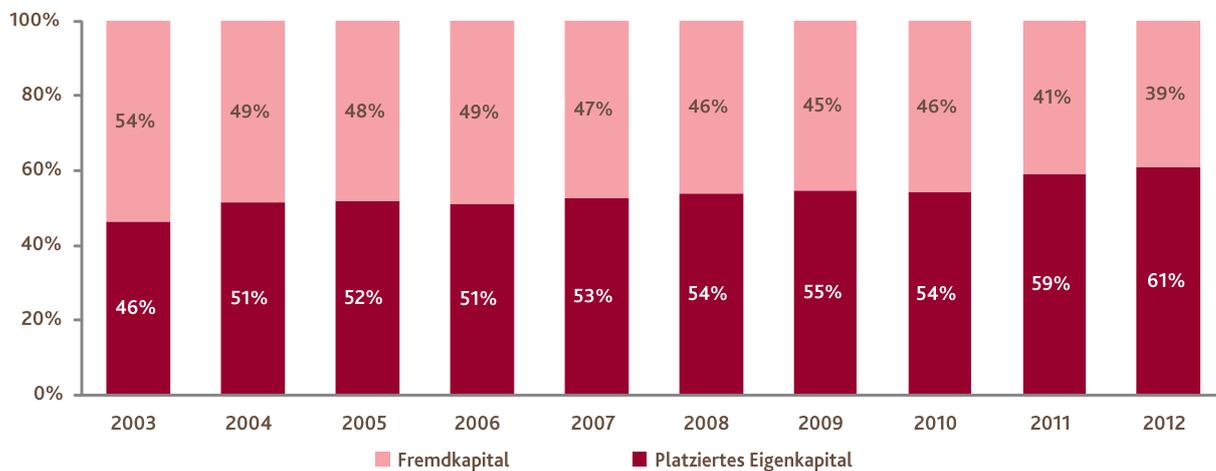
Abbildung 1: Assets under Management der deutschen Fondsindustrie

Klare Performancevorstellungen heutiger Privatanleger

Privatanleger sind zunehmend besser informiert und haben vermehrt klare Performancevorstellungen. Werden anlegerseitig formulierte Ansprüche nicht erfüllt, verlassen diese häufig den Anbieter. Verbraucher und Verbraucherschützer nehmen dabei verstärkt

auch die Gebührenstrukturen der Anbieter und ihrer Produkte in den Fokus. Privatanleger haben sich vermehrt vom Fondsmarkt zurückgezogen; dies gilt in Europa, wo der Anteil der Privatanleger an den Assets under Management in 2011 nur noch 25 % gegenüber 31 % in 2007 betrug (Quelle: EFAMA), aber auch speziell in Deutschland. Auch für die Zukunft ist Wachstum insbesondere im institutionellen Geschäft (Versicherungen, Pensionskassen, Kirchen) zu erwarten, wobei die Anforderungen an den einzelnen Asset Manager stark differieren und der Preisdruck auch hier deutlich zunimmt.

Der **Markt für geschlossene Fonds** befindet sich ausweislich der seit 2005 drastisch gesunkenen Platzierungszahlen schon länger in einem kritischen Zustand. Die öffentliche Wahrnehmung ist zu einem großen Teil geprägt von negativen Pressemeldungen und Anlegerklagen. Finanz- und Staatsschuldenkrise haben ebenfalls zu Nachfrageeinbrüchen geführt. Die Bereitschaft vieler Anleger, bei Auflage eine hohe Einmalprovision an den Initiator zu leisten und das langfristige Anlagerisiko vollständig zu übernehmen, hat angesichts zahlreicher notleidender Projekte abgenommen. Daneben führten **Probleme in der Fremdfinanzierung** dazu, dass viele Projekte gar nicht erst realisiert werden konnten. Die nicht- oder nur „an-platzierten“ Assets belasten die Bilanzen der Initiatoren und schränken ihren Handlungsspielraum im Hinblick auf eine mitunter dringend gebotene Neuausrichtung des Geschäftsmodells ein. Der durchschnittliche Fremdkapital-Anteil am neu platzierten Investitionsvolumen ist von 54 % in 2003 auf 39 % in 2012 gesunken (Abbildung 2).

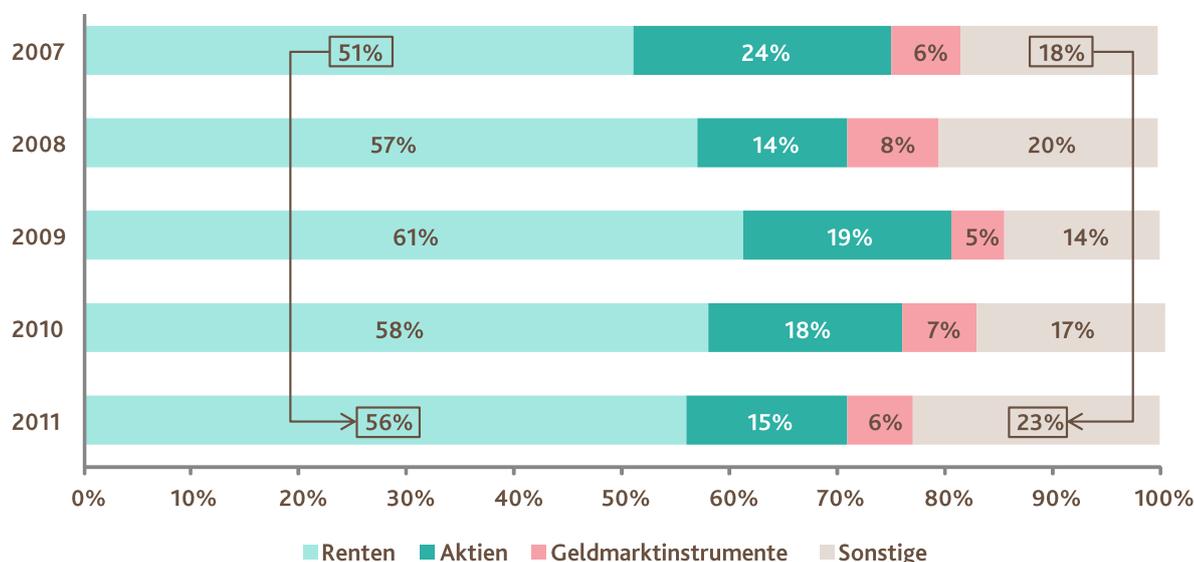


Quelle: BSI

Abbildung 2: Investitionsvolumen deutscher geschlossener Fonds nach Herkunft des Investitionskapitals (2003-12)

Bedeutung alternativer und passiver Produkte steigt

Der übergreifende Nachfragetrend zugunsten risikoarmer Anlagen mit vergleichsweise geringen Margen spiegelt sich auch in der Asset Allocation der Branche insgesamt wider. Der Rentenanteil an der Asset Allocation deutscher Asset Manager hat sich von 51 % vor der Finanzkrise in 2007 auf 56 % in 2011 erhöht (Abbildung 3). Gleichzeitig – im Wesentlichen bedingt durch Kursverluste und geänderte Anlegerpräferenzen – ist die Aktienquote von 24 % auf 15 % in 2011 gesunken. Alternative Investments und sonstige Produkte – etwa Exchange-traded funds (ETFs) – gewinnen zunehmend an Bedeutung. Dies hat dazu geführt, dass große weltweite Anbieter mit innovativen und insbesondere passiven Produkten zunehmend Marktanteile in Deutschland gewinnen konnten.



Quelle: EFAMA

Abbildung 3: Asset Allocation deutscher Asset Manager (2007-11)

Gleichzeitig haben Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden nach der Finanzkrise weltweit nach Wegen zu einer Verbesserung des Anlegerschutzes gesucht. Besondere Aufmerksamkeit wurde dabei den Aktivitäten von **Hedge Fonds** zuteil, welche in der Vergangenheit nur einem sehr geringen Grad an Regulierung und Aufsicht unterworfen waren. Vielfach gelten solche wenig regulierten Kapitalsammelstellen als Mitverursacher und Beschleuniger der globalen Finanzmarktkrise. Der öffentliche Fokus lag daher auf einer umfassenden Einordnung und Überwachung dieser Einheiten.

AIFM-Richtlinie und deutsches KAGB haben ein einheitliches regulatorisches Umfeld geschaffen

Ziel eines umfassenden Reformprozesses durch die Europäische Union war die Schaffung eines einheitlichen europäischen Regelwerks für alternative Kapitalsammelstellen und Kapitalverwalter, welches in Form der AIFM-Richtlinie (**Alternative Investment Fund Manager Directive**) in 2010 vorgelegt wurde. Mit einem derzeitigen AIF-Bestandsvolumen von rund EUR 1 Billion in Publikums- und Spezialfonds und einem zusätzlichen Bestandsvolumen an bisher wenig regulierten geschlossenen Fonds in Höhe von ca. EUR 200 Milliarden, ist der deutsche Fondsmarkt von dieser europäischen Regulierungsinitiative stark betroffen.

Die nationale Umsetzung in Deutschland durch das **Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)** betrifft dabei insbesondere den gemeinhin als „grauen Kapitalmarkt“ bezeichneten Bereich der geschlossenen Fonds. In Anbetracht der derzeitigen Marktbedingungen und den erhöhten regulatorischen Anforderungen, gehen wir davon aus, dass insbesondere kleinere Anbieter innerhalb des grauen Kapitalmarkts den Zusammenschluss suchen oder den Markt verlassen werden. Gleichwohl birgt die seit langem erwartete **Konsolidierung und Professionalisierung** der Anbieter geschlossener Fonds Chancen für etablierte Marktteilnehmer, die in der Lage sind, flexibel zu agieren und sich den neuen Marktverhältnissen konsequent anzupassen.

In Erwartung weiter sinkender Margen rückt das Thema **Kostenoptimierung** verstärkt in den Fokus. In den vergangenen Jahren sind große Gesellschaften vermehrt dazu übergegangen, in breiter Form Tätigkeiten auszulagern. Im Gegensatz hierzu haben mittelständisch geprägte Fondsanbieter von dieser Möglichkeit jedoch bislang häufig nur für einzelne Tätigkeiten Gebrauch gemacht. Hier ist die Branche weiter auf der Suche nach Lösungen. Einen „Königsweg“ der Wertschöpfungstiefe ist jedoch nicht zu erwarten, da die Anforderungen der Marktteilnehmer zu unterschiedlich sind.

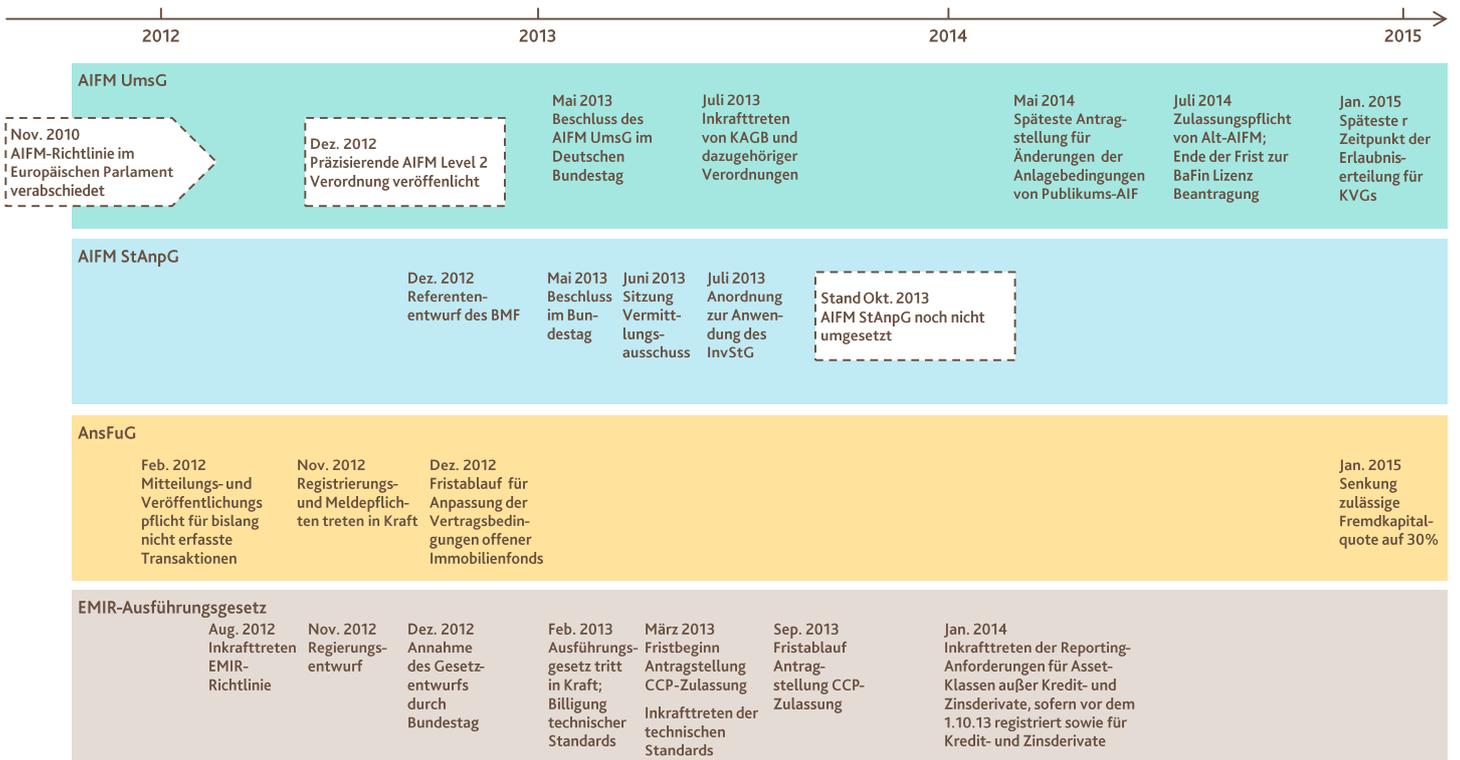
Im Bereich der traditionellen Publikumsfonds beherrschen wenige große Gesellschaften den deutschen Markt. Im Bereich alternativer Produkte ist jedoch eine Vielzahl von kleineren Nischenanbietern wettbewerbsbestimmend. Große Asset Manager müssen daher zukünftig eine hohe Anpassungsfähigkeit und Flexibilität im Hinblick auf das sich schnell verändernde Nachfrageverhalten besitzen. Die Produkt- und Serviceausrichtung muss dabei den Anleger aufgrund seiner gestiegenen (und erwartungsgemäß weiter steigenden) Verhandlungsstärke in den Mittelpunkt stellen. Anbieter sollten sich dabei auf Kernkompetenzen in Wachstumsbereichen konzentrieren. Die zentrale Herausforderung besteht in der **Produktinnovation** bei gleichzeitiger Kostenkontrolle.

Kostendruck stellt große Anbieter wie auch mittelständische Asset Manager vor Herausforderungen

Produktinnovation bleibt Kern-Kompetenz des professionellen Asset Managers

DAS NEUE REGULATORISCHE UMFELD DURCH AIFM/KAGB

Die Asset Management Branche sieht sich aktuell mit einer verstärkten Regulierung konfrontiert. Dies betrifft insbesondere die Umsetzung der **AIFM-Richtlinie aus 2010** (einschließlich der begleitenden **AIFM Level 2 Verordnung aus 2012**), jedoch müssen die Regulierungen durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) und auch die Umsetzung der European Market Infrastructure Regulation (EMIR) ebenfalls beachtet werden. Abbildung 4 fasst die grobe zeitliche Entwicklung der wesentlichen regulatorischen Neuerungen vereinfacht zusammen.



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 4: Zeitliche Entwicklung wesentlicher regulatorischer Neuerungen in der deutschen Asset Management Branche

Regulierung von Organisationspflichten (AnsFuG) und außerbörslichem Handel (EMIR)

Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG)

Durch das AnsFuG, das im April 2011 in Kraft getreten ist, wurden u. a. die Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten im 6. Abschnitt des Wertpapierhandelsgesetzes in wesentlichen Punkten erweitert. Die wesentlichen Neuerungen des AnsFuG im Zusammenhang mit dem Wertpapierdienstleistungsgeschäft von Instituten betreffen dabei insbesondere die ergänzenden Vorschriften für Anlageberatungen. Ferner wurden die Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen konkretisiert und erweitert.

European Market Infrastructure Regulation (EMIR)

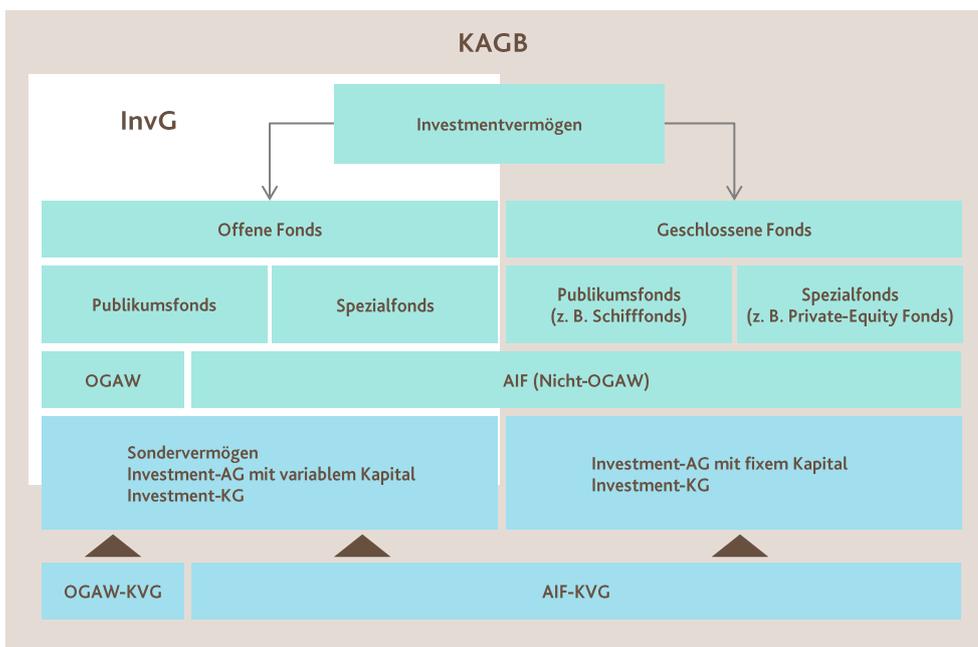
Ziel der 2012 in Kraft getretenen EMIR-Verordnung ist die Regulierung des außerbörslichen Handels mit Derivaten auf europäischer Ebene. Maßnahmen der Verordnung sind weitreichende Meldepflichten sowie EMIR-spezifische Risikominderungstechniken. Darüber hinaus haben Fondsgesellschaften als sog. finanzielle Gegenpartei OTC-Derivategeschäfte über eine zentrale Gegenpartei abzuwickeln und Positionen mit Sicherheiten zu unterlegen. In der Folge wird erwartet, dass das gehandelte Volumen insgesamt zurückgeht.

Mit Inkrafttreten des KAGB zum 22. Juli 2013 hat Deutschland die europäische AIFM-Richtlinie in nationales Recht umgesetzt. Das KAGB reguliert nun erstmals als einheitliches Regelwerk offene und geschlossene sowie Publikums- und Spezialfonds (Abbildung 5). Diese umfassende Neueregulierung des deutschen Fondsmarktes wird zu einer Verbesserung des Verbraucherschutzes beitragen, erfordert jedoch weitreichende operative Anpassungen auf Seiten der Fondsmanager und Verwalter.

AIFM/KAGB bedeuten das Ende des grauen Kapitalmarkts

Zudem wurde die **Derivateverordnung** novelliert und die BaFin stellte zu wichtigen Themen eine Reihe von Merkblättern, Auslegungen sowie Fragen-Antworten-Kataloge zur Verfügung. Schließlich ist es das Ziel des **AIFM-Steueranpassungsgesetzes** (AIFM-StAnpG), die steuerlichen Regelungen an das neue regulatorische Umfeld anzupassen. Jedoch ist das AIFM-StAnpG in der vergangenen Legislaturperiode im Vermittlungsausschuss von Bund und Ländern vorerst gescheitert.

Diverse präzisierende Rechtsverordnungen und Gesetze wurden neu gefasst



Quelle: BVI

Abbildung 5: Überblick über die neuen Anlageformen und den Regelungsbe-
reich des KAGB

Das KAGB bildet einen einheitlichen regulatorischen Rahmen für so genannte OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) gemäß der OGAW-Richtlinie von 1985 und für die neuere AIFM-Regulierung. Das Fondsgeschäft wird nunmehr vollständig durch das KAGB reguliert und durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht.

In Folge der Einführung des KAGB wurden auch die zuvor mit dem Investmentgesetz (InvG) in Verbindung stehenden Verordnungen aktualisiert und neu bezeichnet. Zu diesen Neuerungen gehören:

- die **Kapitalanlage-Verhaltens- und Organisationsverordnung** (KA-VerOV), welche die Investment-Verhaltens- und Organisationsverordnung (InvVerOV) ersetzt,
- die **Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung** (KARBV), die an die Stelle der Investment-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung (InvRBV) tritt,
- die **Kapitalanlage-Prüfungsberichtsverordnung** (KAPrübBV), welche die Investment-Prüfberichtsverordnung (InvPrübBV) ersetzt.

Geschäftsgegenstand und Art des Unternehmens	Anwendbarkeit der KAGB-Regelungen			
	≤ EUR 100 Mio.	> EUR 100 Mio. ≤ EUR 500 Mio. ohne Leverage	> EUR 100 Mio. ≤ EUR 500 Mio. mit Leverage	> EUR 500 Mio.
Wertpapier-Unternehmen • WP-Firmen nach Richtlinie 2004/39/EG • Kreditinstitute nach Richtlinie 2006/48/EG	Keine KAGB Anwendung			
Industrieunternehmen				
Strukturierte Produkte / Emissionsgesellschaften zur Konzernfinanzierung				
Holdings • In § 2 Abs. 1 Nr 1 KAGB geregelt				
Verbriefung • In § 2 Abs. 1 Nr 7 KAGB geregelt				
Bürgerenergieprojekte				
Family Offices • Sind nach Ziff. 7 der AIFM Richtlinie eine Untergruppe von WP-Firmen				
Immobilienaktiengesellschaften /REITS				
Leasinggesellschaften				
KVG Spezial-AIF	Nur Registrierung		KAGB	
KVG Publikums-AIF	Limitierte Vorgaben	KAGB		

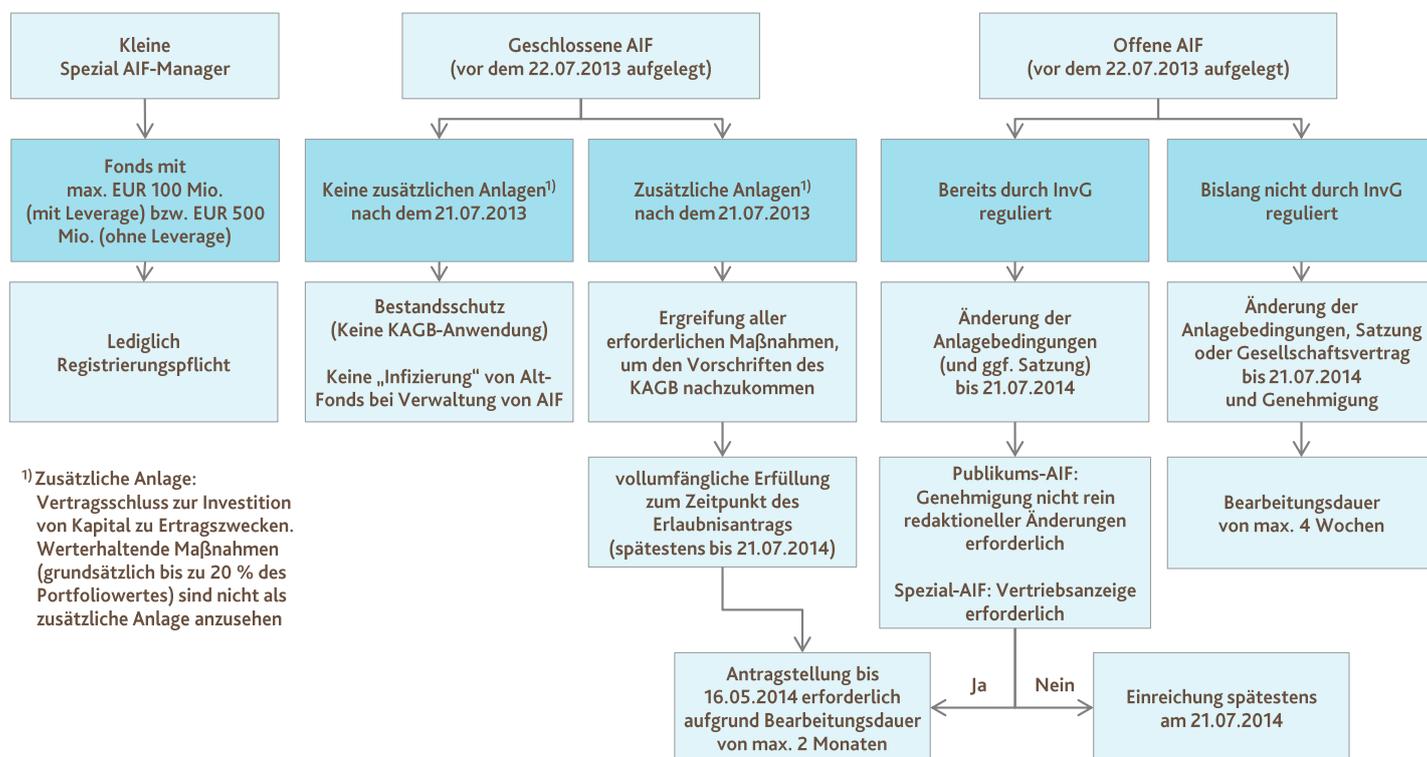
Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 6: Regelungsbereich des KAGB (vereinfacht)

Wechsel von einem formellen zum materiellen Fonds-begriff

Mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie ist der Gesetzgeber von einem „formellen“ zu einem „materiellen“ **Fonds-begriff** übergegangen. Der Definition des Investmentvermögens anhand bestimmter Tatbestandsmerkmale kommt dabei eine hohe Bedeutung zu. Insbesondere für viele mittelständische Anbieter von Fonds und Finanzanlagen klärt sich hieran die Frage, ob ihre Tätigkeiten überhaupt in den Anwendungsbereich des KAGB fallen. Diese Tatbestandsmerkmale für das Vorliegen eines Investmentvermögens – und die damit verbundene Anwendbarkeit des KAGB und Aufsichtspflicht der BaFin – werden durch das Auslegungsschreiben der BaFin zum Investmentvermögen vom 14. Juni 2013 konkretisiert. Dort beschriebene Sonderfälle sind u. a. Bürgerenergieprojekte, Family Offices, Immobilienaktiengesellschaften, REITS und Leasinggesellschaften, wobei in vielen Fällen keine generelle Aussage zur Anwendungspflicht gegeben werden kann (siehe Abbildung 6).

Um das Risiko eines unerlaubten Investmentgeschäfts auszuschließen, ist daher eine fundierte Analyse, Einschätzung und Abstimmung im Einzelfall geboten. Der unerlaubte Betrieb einer Kapitalanlagegesellschaft kann in Deutschland grundsätzlich mit einer Freiheitsstrafe belegt werden. Zudem könnten zivilrechtliche Ansprüche von geschädigten Anlegern geltend gemacht werden.



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 7: KAGB-Ausnahmetatbestände und Übergangsvorschriften

Für kleine AIF-Manager lediglich Registrierungs-pflicht

AIF-Manager, die ausschließlich Spezial-AIF verwalten, können die schwellenwertbezogenen Ausnahmeregelungen (Fondsvermögen unterhalb EUR 100 Mio. inkl. Leverage, oder Fondsvermögen unterhalb EUR 500 Mio. ohne Leverage aber mit Ausschluss der Rücknahme von Fondsanteilen in den ersten fünf Jahren) nutzen und lediglich eine Registrierung – ohne Beantragung einer Lizenz – vornehmen (siehe Abbildung 7). Auch diese Kapitalverwaltungsgesellschaften haben jedoch bestimmte Informations-pflichten gegenüber der BaFin.

Im Hinblick auf die Anwendbarkeit des KAGB sind ferner die **Ausnahmetatbestände** für sog. kleine Spezial AIF-Manager sowie die geschaffenen **Übergangsvorschriften** zu berücksichtigen.

Bestandsschutz genießen jene geschlossene AIF, die vor dem 22. Juli 2013 aufgelegt wurden und keine zusätzlichen Anlagen gemäß BaFin-Definition nach dem 21. Juli 2013 getätigt haben (siehe BaFin FAQ Übergangsbestimmungen KAGB vom 18. Juni 2013). Sofern neben diesen Altfonds weitere AIF verwaltet werden, führt dies nicht zur Anwendungspflicht des KAGB für alle Fonds. Offene AIF, die vor dem 21. Juli 2013 aufgelegt wurden und bereits durch das InvG reguliert waren, haben ihre Anlagebedingungen und ggf. die Satzung an das KAGB anzupassen. Bei Publikums-AIF ist die Genehmigung nicht rein redaktioneller Änderungen der Anlagebedingungen erforderlich. Spezial-AIF, die den Vertrieb an weitere Anleger beabsichtigen, müssen eine Vertriebsanzeige durchführen. Aufgrund einer Bearbeitungsdauer von max. zwei Monaten sind die entsprechenden Anträge (bei Spezial-AIF zusätzlich mit Erlaubnis-antrag) bis zum 16. Mai 2014 zu stellen.

Übergangsregelungen für „Altfonds“ schaffen Bestandsschutz

Abgesehen von den dargestellten Ausnahme- und Übergangsvorschriften bewirkt die AIFMD/KAGB-Regulierung, dass die organisatorischen Anforderungen an alle Asset Manager erheblich steigen.

TRANSPARENZ ÜBER DIE FONDSPERFORMANCE: DER NETTOINVENTARWERT

Angesichts erhöhter **Transparenzanforderungen** der Anleger gewinnt die Messung und Berichterstattung über die Performance des Fonds (unter Berücksichtigung der Kosten) an Bedeutung. Im Mittelpunkt steht dabei der **Nettoinventarwert** (Net Asset Value) als Ausdruck des für Anleger verfügbaren Fondsvermögens und als Ausdruck der Ertragskraft des Fonds und seiner Assets. Für Asset Manager ist eine sachgerechte Bewertung damit ein wettbewerbsrelevanter Faktor und ein wichtiges Qualitätssignal an die Anleger.

Level 2 Verordnung von 2012 zeigt allgemeine Grundsätze der Bewertung auf

Für die Bewertung des Nettoinventarwerts bestimmt **Artikel 19 der AIFM-Richtlinie** die wesentlichen Grundlagen (siehe Einschub „Artikel 19 der AIFM-Richtlinie: Bewertung“).

Im Sinne des Artikel 19 Abs. 11 der Richtlinie bestimmt die **AIFM Level 2 Verordnung** aus 2012 die Grundsätze der Bewertung durch AIFM für Zwecke der Ermittlung des Nettoinventarwerts. So haben AIFM für jeden von ihnen verwalteten AIF Grundsätze und Verfahren zur Gewährleistung eines soliden, transparenten, umfassenden und angemessen dokumentierten Bewertungsprozesses zu definieren, umzusetzen und zu überprüfen. Dabei muss gegeben sein, dass die verwendeten Bewertungsmethoden fair, angemessen und transparent sind. Für jede Art von zur Investition zugelassenen Vermögenswerten sind Bewertungsgrundsätze festzulegen. Bereits vor Investition sind angemessene Methoden zur Bewertung zu ermitteln (Abbildung 8).



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 8: Verfahrensvorschriften für die Bewertung gem. AIFM Level 2 Verordnung

Artikel 19 der AIFM-Richtlinie: Bewertung

(1) Die AIFM stellen sicher, dass für jeden von ihnen verwalteten AIF geeignete und kohärente Verfahren festgelegt werden, so dass eine ordnungsgemäße und unabhängige Bewertung der Vermögenswerte des AIF gemäß diesem Artikel, den anzuwendenden nationalen Rechtsvorschriften und den Vertragsbedingungen oder der Satzung der AIF vorgenommen werden kann.

(2) Die für die Bewertung der Vermögenswerte und die Berechnung des Nettoinventarwerts je Anteil der AIF geltenden Vorschriften sind in dem Land, in dem der AIF seinen Sitz hat, gesetzlich oder in den Vertragsbedingungen oder der Satzung der AIF geregelt.

(3) Die AIFM stellen auch sicher, dass die Berechnung und Offenlegung des Nettoinventarwertes je Anteil des AIF gegenüber den Anlegern gemäß diesem Artikel, den anzuwendenden nationalen Rechtsvorschriften und den Vertragsbedingungen oder der Satzung des AIF erfolgt.

Durch die angewendeten Bewertungsverfahren wird sichergestellt, dass die Bewertung der Vermögenswerte und die Berechnung des Nettoinventarwerts je Anteil mindestens einmal jährlich erfolgt.

Handelt es sich um einen offenen AIF, sind solche Bewertungen und Berechnungen in einem zeitlichen Abstand durchzuführen, der den von dem AIF gehaltenen Vermögenswerten und seiner Ausgabe- und Rücknahmehäufigkeit angemessen ist.

Handelt es sich um einen geschlossenen AIF, sind solche Bewertungen und Berechnungen auch durchzuführen, wenn das Kapital des entsprechenden AIF erhöht oder herabgesetzt wird.

Die Anleger werden über die Bewertungen und Berechnungen entsprechend den diesbezüglichen Vertragsbedingungen oder der Satzung des AIF informiert.

(4) Die AIFM gewährleisten, dass die Bewertung von einer der folgenden Stellen durchgeführt wird:

- a) einem externen Bewerter, der eine natürliche oder juristische Person unabhängig vom AIF, dem AIFM und anderen Personen mit engen Verbindungen zum AIF oder zum AIFM ist, oder
- b) dem AIFM selbst, vorausgesetzt die Bewertungsaufgabe ist von der Portfolioverwaltung und der Vergütungspolitik funktional unabhängig, und die Vergütungspolitik und andere Maßnahmen stellen sicher, dass Interessenkonflikte gemindert und ein unzulässiger Einfluss auf die Mitarbeiter verhindert werden.

Die für einen AIF bestellte Verwahrstelle wird nicht als externer Bewerter dieses AIF bestellt, außer wenn eine funktionale und hierarchische Trennung der Ausführung ihrer Verwahrfunktionen von ihren Aufgaben als externer Bewerter vorliegt und die potenziellen Interessenkonflikte ordnungsgemäß ermittelt, gesteuert, beobachtet und den Anlegern des AIF gegenüber offengelegt werden.

(5) Wird ein externer Bewerter für die Bewertung herangezogen, so weist der AIFM nach, dass:

- a) der externe Bewerter einer gesetzlich anerkannten obligatorischen berufsmäßigen Registrierung oder Rechts- und Verwaltungsvorschriften oder berufsständischen Regeln unterliegt;
- b) der externe Bewerter ausreichende berufliche Garantien vorweisen kann, um wirksam die entsprechende Bewertungsfunktion gemäß den Absätzen 1, 2 und 3 ausüben zu können, und
- c) die Bestellung des externen Bewerter den Anforderungen von Artikel 20 Absatz 1 und 2 und den gemäß Artikel 20 Absatz 7 erlassenen delegierten Rechtsakten entspricht.

(6) Der bestellte externe Bewerter darf die Bewertungsfunktion nicht an einen Dritten delegieren.

(7) Die AIFM teilen die Bestellung eines externen Bewerter den zuständigen Behörden ihres Herkunftsmitgliedstaats mit; diese können für den Fall, dass die Voraussetzungen nach Absatz 5 nicht erfüllt sind, die Bestellung eines anderen externen Bewerter verlangen.

(8) Die Bewertung hat unparteiisch und mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit zu erfolgen.

(9) Wird die Bewertung nicht von einem externen Bewerter vorgenommen, so können die zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats des AIFM von diesem verlangen, dass seine Bewertungsverfahren und/oder Bewertungen von einem externen Bewerter oder gegebenenfalls durch einen Rechnungsprüfer überprüft werden.

(10) Die AIFM sind für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögenswerte der AIF, für die Berechnung des Nettoinventarwerts und die Bekanntgabe dieses Nettoinventarwerts verantwortlich. Die Haftung des AIFM gegenüber dem AIF und seinen Anlegern darf deshalb nicht durch die Tatsache berührt werden, dass der AIFM einen externen Bewerter bestellt hat.

Ungeachtet des Unterabsatzes 1 und unabhängig von anderslautenden vertraglichen Regelungen haftet der externe Bewerter gegenüber dem AIFM für jegliche Verluste des AIFM, die sich auf fahrlässige oder vorsätzliche Nichterfüllung der Aufgaben durch den externen Bewerter zurückführen lassen.

(11) Die Kommission erlässt gemäß Artikel 56 und nach Maßgabe der Bedingungen der Artikel 57 und 58 delegierte Rechtsakte, mit denen Folgendes festgelegt wird:

- a) die Kriterien für die Verfahren für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögenswerte und die Berechnung des Nettoinventarwerts pro Anteil;
- b) die beruflichen Garantien, die der externe Bewerter bieten muss, um die Bewertungsfunktion wirksam wahrnehmen zu können;
- c) die Bewertungshäufigkeit durch offene AIF, die den von ihnen gehaltenen Vermögenswerten und ihren Ausgabe- und Rücknahmeprinzipien angemessen ist.

	Zugelassene Bewerter	Frequenz der Bewertung
OGAW-Investmentvermögen	<ul style="list-style-type: none"> • Verwahrstelle bei Mitwirkung der OGAW-KVG • OGAW-KVG selbst 	<ul style="list-style-type: none"> • Bei Ausgabe und Rückgabe von Anteilen oder Aktien
Offene Publikums-AIF	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängiger externer Bewerter • AIF-KVG selbst, sofern Bewertung funktional unabhängig • Verwahrstelle nur bei unabhängiger Bewertungsfunktion • Immobilien-Sondervermögen: Nur externer Bewerter 	<ul style="list-style-type: none"> • In angemessenen Zeitabständen, abhängig von der Ausgabe- und Rücknahmetätigkeit, • jedoch mindestens einmal pro Jahr • Immobilien-Sondervermögen: maximal drei Monate vor jedem Ausgabetermin
Geschlossene Publikums-AIF	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängiger externer Bewerter • AIF-KVG selbst, sofern Bewertung funktional unabhängig • Verwahrstelle nur bei unabhängiger Bewertungsfunktion 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängig davon bei jeder Herabsetzung oder Erhöhung des Gesellschaftsvermögens, • jedoch mindestens einmal pro Jahr
Offene inländische Spezial-AIF	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängiger externer Bewerter • AIF-KVG selbst, sofern Bewertung funktional unabhängig • Verwahrstelle nur bei unabhängiger Bewertungsfunktion 	<ul style="list-style-type: none"> • Mindestens einmal pro Jahr • In angemessenen Zeitabständen, abhängig von den Vermögensgegenständen und der Ausgabe- und Rücknahmehäufigkeit
Geschlossene inländische Spezial-AIF	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängiger externer Bewerter • AIF-KVG selbst, sofern Bewertung funktional unabhängig • Verwahrstelle nur bei unabhängiger Bewertungsfunktion 	<ul style="list-style-type: none"> • Mindestens einmal pro Jahr • Unabhängig davon bei jeder Herabsetzung oder Erhöhung des Gesellschaftsvermögens

Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 9: Zugelassene Bewerter und Frequenz der Bewertung nach KAGB

Aufbauend auf den Verfahrensvorschriften der AIFM Level 2 Verordnung sind **im KAGB konkrete Bewertungsvorschriften** enthalten. Das KAGB enthält dabei spezielle Vorgaben für die Bewertung von OGAW-Investmentvermögen, von offenen und geschlossenen Publikums-AIF, von offenen Immobilien-Sondervermögen sowie von offenen und geschlossenen Spezial-AIF.

Im Einzelnen werden im KAGB u. a. Vorgaben zu Wertmaßstäben, zu Bewertungsverfahren, zu den **zulässigen Bewertern** und zur **Frequenz der Bewertung** getroffen (Abbildung 9). Die Bewertung von Vermögenswerten kann demnach durch einen Dritten (sog. externe Modellbewertung) oder durch den AIFM selbst (sog. interne Modellbewertung) vorgenommen werden. Hierbei ist allerdings zu beachten, dass bei eigenständiger Wertermittlung eine funktionale Unabhängigkeit gegeben sein muss.

Die erlassene KARBV präzisiert die Bewertungsvorschriften des KAGB

Verordnung zur Rechnungslegung und Bewertung von Investmentvermögen, umgesetzt. In der KARBV werden weitere Grundsätze der Bewertung wie eine Plausibilitätsprüfung ermittelter Wertansätze durch die Verwahrstelle, die aufbauorganisatorische Trennung der Bewertungsfunktion von der Portfolioverwaltung, die Nichtzulässigkeit von Bewertungseinheiten und die Überprüfung der Einhaltung von Anforderungen durch die Interne Revision geregelt.

In der KARBV wird insbesondere auch die Pflicht zur Inventarisierung in Form einer **Vermögensübersicht** weiter konkretisiert (§ 9 KARBV). Hierdurch soll überblicksartig Art und Höhe des Vermögens unter Berücksichtigung von Mindestgliederungspunkten (Abbildung 10) nach Anlageschwerpunkten in einem Überblick dargestellt werden. Für Immobilien-Sondervermögen und offene Spezial AIF mit Anlagen in Immobilien oder Immobilien-Gesellschaften sind dabei spezielle Gliederungsvorgaben zu beachten (§ 9 Abs. 3 KARBV).

Verpflichtende Inventarisierung des Nettovermögens durch Vermögensaufstellung

Vermögensübersicht nach KARBV		Bewertungsmethode nach KARBV
+	I Sachwerte Sachwerte (siehe separate Tabelle)	I.d.R. Ertragswertverfahren (siehe auch separate Tabelle)
	II Unternehmerische Beteiligungen Beteiligungen	anerkannte Grundsätze der Unternehmensbewertung
+	III Vermögensgegenstände	
	Aktien	I.d.R. handelbare Kurse
	Anleihen	
	Derivate	zu fordernde Gegenleistung
	Forderungen	
	Kurzfristig liquidierbare Anlagen	
	Bankguthaben Sonstige Vermögensgegenstände	Nennwert zzgl. Zinsen
-	IV Verbindlichkeiten Verbindlichkeiten	Rückzahlungsbetrag
=	V Fondsvermögen Fondsvermögen als Nettoinventarwert	

Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 10: Schema der Vermögensübersicht bei Spezial-AIF nach § 9 Abs. 2 KARBV und Bewertungsmethoden nach §§ 26 ff. KARBV

Der **Nettoinventarwert** ist laut KARBV grundsätzlich auf Basis der jeweiligen Verkehrswerte der Vermögensgegenstände abzüglich der Finanzverbindlichkeiten zu ermitteln. Zum Handel an einer Börse oder an einem anderen organisierten Markt zugelassene oder in diesen einbezogene Vermögenswerte sind mit dem Kurswert anzusetzen. Sofern ein Kurswert nicht vorliegt, ist der Verkehrswert grundsätzlich anhand geeigneter Bewertungsmodelle zu ermitteln.

Ertragswertverfahren ist grundsätzlich anzuwenden

Für Spezial-AIF bedeutet dies, dass die enthaltenen Sachwerte regelmäßig anhand geeigneter Modelle bewertet werden müssen, und zwar grundsätzlich nach

dem **Ertragswertverfahren**. Hierzu wie auch zur Bewertung von Investmentanteilen, Bankguthaben und Verbindlichkeiten enthalten §§ 26 ff. KARBV weitere konkretisierende Regelungen. Diese beinhalten insbesondere auch Vorgaben zu wertrelevanten Indikatoren und Modellparametern bei der Bewertung dieser Assets (Abbildung 11).

	Schiffe	Flugzeuge	Container	Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien	Schienenfahrzeuge
Rechtsnorm	§ 33 Abs. 2 KARBV	§ 33 Abs. 3 KARBV	§ 33 Abs. 4 KARBV	§ 33 Abs. 5 KARBV	§ 33 Abs. 6 KARBV
Wertrelevante Indikatoren	<ul style="list-style-type: none"> Keine spezifischen Vorgaben in der KARBV enthalten 	<ul style="list-style-type: none"> Individuelle technische Merkmale Zustand, Alter Typ Ausstattung Wartungsintensität 	<ul style="list-style-type: none"> Standort Zustand, Alter Leasingeinnahmen, unter Berücksichtigung von Kosten 	<ul style="list-style-type: none"> Zustand, Alter Höhe und Dauer der Einspeisevergütung 	<ul style="list-style-type: none"> Zustand, Alter Höhe und Dauer der Leasingrate
Modellparameter	<ul style="list-style-type: none"> Zeitchartervertrag Chartereinnahmen (nach Kosten) Betriebs- und Klassekosten (einschließlich erforderlicher Investitionen in Umwelt, Ertragsteuern) Schrottwert Diskontierungszinssatz (Laufzeit-, risiko-, währungs- und steueräquivalent) 	<ul style="list-style-type: none"> Höhe der Leasingrate Verwaltungs- und Gesellschaftskosten Instandhaltungs- und Wartungskosten Restwert des Leasingobjekts Diskontierungszinssatz (Laufzeit-, risiko-, währungs- und steueräquivalent) 	<ul style="list-style-type: none"> Containermiete/ Leasingrate Verwaltungs- und Gesellschaftskosten Instandhaltungs- und Wartungskosten Reparaturkosten Containerpreis Diskontierungszinssatz (Laufzeit-, risiko-, währungs- und steueräquivalent) 	<ul style="list-style-type: none"> Einspeisevergütung Verwaltungs- und Gesellschaftskosten Instandhaltungs- und Wartungskosten Stromertragsdaten/ Leistungskennlinie Restwert Diskontierungszinssatz (Laufzeit-, risiko-, währungs- und steueräquivalent) 	<ul style="list-style-type: none"> Leasingrate Verwaltungs- und Gesellschaftskosten Instandhaltungs- und Wartungskosten Schrotterlöse Diskontierungszinssatz (Laufzeit-, risiko-, währungs- und steueräquivalent)

Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 11: Wertrelevante Indikatoren und Modellparameter für verschiedene Assetklassen gemäß § 33 KARBV

Substanzwertverfahren nur in Ausnahmefällen zulässig

Sofern keine laufenden Erträge aufgrund der Eigenart der Vermögensgegenstände erzielt werden, ist in der Regel auf den **Substanzwert** abzustellen. Für sonstige Sachwerte, für die keine Sonderregelungen bestimmt sind, ist der Verkehrswert unter Berücksichtigung aktueller Marktgegebenheiten anzusetzen.

Die Vorschriften zur Bewertung von **Immobilien und Immobilien-Beteiligungen** wurden gegenüber dem InvG im Wesentlichen beibehalten. Zu beachten ist die potenziell verstärkte Einbindung von externen Bewertern. Ausschlaggebend für die Bewertung von Immobilien ist der Ertragswert, der gemäß eines im Markt anerkannten Verfahrens zu ermitteln ist (Abbildung 12). Darüber hinaus werden auch hier einige spezifische Besonderheiten für die Ermittlung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie in der KARBV vorgegeben. Geregelt werden u. a. die Bestimmung von Anschaffungsnebenkosten und die Berücksichtigung von Rückstellungen für Steuern auf Veräußerungsgewinne auf im Ausland belegene Immobilien.

Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften sind nach den für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen anerkannten Grundsätzen für die Unternehmensbewertung zu bewerten. Als Bewertungsverfahren ist hier gemäß Begründung der Verordnung insbesondere das Ertragswertverfahren oder ein geeignetes Discounted Cashflow-Verfahren zu verwenden. Bei unternehmerischen Beteiligungen stellt der Kaufpreis einschließlich Anschaffungsnebenkosten für längstens zwölf Monate nach Erwerb den Verkehrswert dar. Bei Vorliegen von Anzeichen einer Wertänderung bzw. nach Ablauf dieser Frist ist eine erneute Ermittlung erforderlich.

Insgesamt haben Verwalter geschlossener Fonds zukünftig bei der Bewertung von Sachwerten und Beteiligungen umfassende Vorgaben einzuhalten und **Sorgfaltspflichten** zu berücksichtigen (siehe auch Einschub „Nettoinventarwert nach KARBV im Lichte von Bewertungskonventionen“). Hierbei sind sowohl bei interner als auch bei externer Bewertung aufgrund bestehender **Dokumentations- und Plausibilisierungserfordernisse** umfassende prozessuale Neuerungen erforderlich.

Darüber hinaus ist eine fortlaufende **Veränderungsanalyse** der relevanten Indikatoren und Modellparameter erforderlich. Derartige Veränderungsanalysen sind in der Praxis bereits seit Jahren in entsprechenden Bewertungsgutachten enthalten, indem die einzelnen Wertkomponenten des Nettoinventarwerts zum Bewertungsstichtag ihrem Wert zum Vorjahreszeitpunkt gegenübergestellt sind und qualifizierte Begründungen für Veränderungen erfolgen.

Erhöhte konzeptionelle und prozessuale Anforderungen bei interner wie auch bei externer Bewertung

Asset	Immobilien (§ 30 KARBV)	Immobilien-Gesellschaften (§ 31 KARBV)	Unternehmerische Beteiligungen (§ 32 KARBV)
Bewertungsverfahren	<ul style="list-style-type: none"> • I.d.R. Ertragswert, der mittels eines im jeweiligen Markt anerkannten Verfahrens zu ermitteln ist • Sofern zweckmäßig und erforderlich, können zur Plausibilisierung auch andere anerkannte Verfahren verwendet werden 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Wert der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft ist nach den für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen allgemein anerkannten Grundsätzen zu ermitteln (§ 248 Abs. 4 KAGB) 	<ul style="list-style-type: none"> • Bewertung nach anerkannten Grundsätzen für die Unternehmensbewertung
Besonderheiten	<ul style="list-style-type: none"> • Spezifische Ermittlungsvorschriften hinsichtlich Anschaffungsnebenkosten, Steuerrückstellungen und zum Bau vorgesehene Grundstücke bei Immobilien-SV und offenen inländischen Spezial-AIF, geschlossenen Publikums-AIF oder Spezial-AIF, sofern diese in Immobilien investiert haben 	<ul style="list-style-type: none"> • Für indirekte Beteiligungen über eine andere Immobilien-Gesellschaft ist keine gesonderte Bewertung erforderlich 	<ul style="list-style-type: none"> • Verkehrswert zum Zeitpunkt des Erwerbs stellt der Kaufpreis einschließlich Anschaffungsnebenkosten dar • Danach ist spätestens nach Ablauf von zwölf Monaten der Verkehrswert erneut zu ermitteln

Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 12: Spezifische Vorschriften für die Bewertung von Immobilien, Immobilien-Gesellschaften und unternehmerischen Beteiligungen

Nettoinventarwert nach KARBV im Lichte von Bewertungskonventionen

Mit dem vorgegebenen Abzug der **Finanzverbindlichkeiten** zum Rückzahlungsbetrag weicht die KARBV von der heute in Teilen verbreiteten Bewertungspraxis ab, den Nettoinventarwert als Reinvermögen unter Berücksichtigung aller stillen Reserven und Lasten, ermittelt als Marktwert des Vermögens abzüglich des Marktwerts der Verbindlichkeiten, zu berechnen. Die Ermittlung eines Marktwerts der Verbindlichkeiten kann beispielsweise dann geboten sein, wenn es sich um Festzins-Verbindlichkeiten und nicht um Floaters (EURIBOR etc.) handelt. Jedoch sehen beispielsweise die „Best Practice Recommendations“ der European Public Real Estate Association (EPRA) für den „Adjusted Net Asset Value“ (EPRA NAV) vor, die Finanzverbindlichkeiten zum bilanzierten IFRS-Wert (also in der Regel nicht zum Marktwert bilanziert) als Abzugsposition zu berücksichtigen. Nur in der EPRA-Empfehlung für den „Triple Net Asset Value“ (EPRA NNAV) im Zerschlagungsfall (also ohne Fortführung) ist bei Finanzverbindlichkeiten, die nicht zum Marktwert bilanziert sind, eine Marktwertanpassung vorgesehen.

Anhand der Assetklasse Immobilie (§ 30 KARBV) soll hier beispielhaft verdeutlicht werden, welche konzeptionellen Fragen bei der Ermittlung des Nettoinventarwerts zu berücksichtigen sind. Wird der in den NAV eingehende Verkehrswert der Immobilien anhand des anerkannten Ertragswertverfahrens ermittelt (§§ 17-20 Immobilienwertermittlungsverordnung - ImmoWertV), können bei Leerstand oder bei von üblicherweise erzielten Einnahmen abweichenden Mieterlösen **Marktmietansätze** zugrunde gelegt werden: „bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung und zulässiger Nutzung marktüblich erzielbare Erträge“ (§ 8 Abs. 2 ImmoWertV). Hier weicht eine NAV-Ermittlung, wie sie das KARBV vorgibt, konzeptionell deutlich von üblichen Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Bewertungskonzeptionen ab (dort werden die vertraglich vereinbarten Mieterträge angesetzt), wie sie etwa dem anerkannten Standard S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) zugrundeliegen.

Gängige Bewertungspraxis ist, bei der NAV-Ermittlung im Fortführungsfall den Barwert der künftig anfallenden **Verwaltungskosten** wermindernd zu berücksichtigen (sowohl bei unendlicher als auch unendlicher Lebensdauer). Dieser Abzug ist jedoch weder in der KARBV noch in den EPRA-Empfehlungen enthalten. In der Praxis ist hier in jedem Fall sicherzustellen, dass eine Doppelberücksichtigung vermieden wird, wenn bei der Ermittlung der Sachwerte – zum Beispiel bei einer Verkehrswertermittlung nach § 19 Abs. 2 ImmoWertV – objektbezogene Verwaltungskosten bereits abgezogen sind. Dann dürfen im Barwert der Verwaltungskosten nur die nichtobjektbezogenen Verwaltungskosten in Abzug gebracht werden. Da die KARBV einen derartigen Abzug nicht kennt, kann dort eine derartige Doppelerfassung jedoch erst gar nicht entstehen.

Schließlich wird bewertungsmethodisch kritisiert, dass der NAV auf der Annahme der **Additivität der einzelnen Wertkomponenten** (unter Ausblendung von Verbundeffekten wie Synergien) basiert, unter Fortführungsaspekten jedoch Gesamtbewertungsverfahren (wie der Ertragswert oder der Discounted Cashflow nach IDW S1) vorzuziehen sind. Diese Sicht entspricht beispielsweise auch der deutschen Rechtsprechung im gesetzlichen oder vertraglichen Abfindungsfall von Immobiliengesellschaften, jedoch kann der Nettoinventarwert im aufsichtsrechtlichen Kontext des KAGB bei Immobilien und anderen Assetklassen durchaus eine sinnvolle Rolle spielen, die Transparenz zu erhöhen und das Vertrauen der Anleger zu stärken.

WACHSTUMSCHANCEN IM ASSET MANAGEMENT MARKT

Europäische Asset Manager mit Erfahrungsvorsprung bei passiven und alternativen Produkten

Der oben aufgezeigte Trend zu alternativen Produkten und das Ende des „grauen Kapitalmarkts“ wird die deutsche Asset Management- und Fonds-Branche grundlegend verändern. Insbesondere für europäische und angelsächsische

Asset Manager bieten sich Markteintritts- und Wachstumsmöglichkeiten in Deutschland. Diese Gesellschaften verfügen über langjährige spezifische Erfahrung in solchen Produkten und können diese nun als Wettbewerbsvorteil nutzen. Da für einen Markteintritt der Zugang zu Kunden und Vertriebsnetzen von entscheidender Bedeutung ist, wird der Markteintritt häufig durch Zukäufe oder strategische Partnerschaften erfolgen, auch grenzüberschreitend. So kann insgesamt eine Zunahme an **Mergers & Acquisitions** (M&A) im deutschen Fondsmarkt, insbesondere auch bei kleineren und mittelständischen Anbietern, erwartet werden (Abbildung 13).



Quelle: Eigene Darstellung

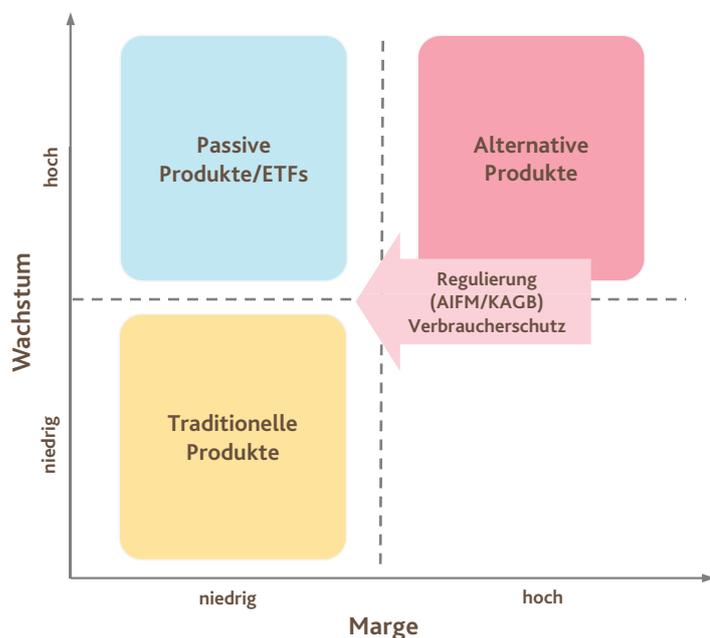
Abbildung 13: Übergreifende Trends im Asset Management

Für einen kosteneffizienten Betrieb ist angesichts der gestiegenen gesetzlichen Anforderungen eine erhöhte „**kritische Masse**“ an **Assets under Management** erforderlich. Insbesondere geschlossene Fonds werden hier mit steigenden Kosten für Konzeption und Verwaltung rechnen. Um diese „kritische Masse“ zu erreichen, ist zu erwarten, dass Initiatoren und Asset Manager ihre Bestandsportfolien bündeln werden. Neue Fonds im geschlossenen Bereich werden sich im Gegensatz zum bisher üblichen Modell der hohen „Up-front fee“ und vergleichsweise geringeren laufenden Bestandshonoraren an die Gebührenstruktur offener Fonds anpassen müssen.

Notwendige Professionalisierung kann eine Marktberreinigung anstoßen

Eine Folge der bisherigen Gebührenstrukturen bei geschlossenen Fonds ist zudem, dass eine profitable Bestandsbetreuung aufgrund der geringen Bestandshonorare der Vergangenheit

mitunter nicht möglich ist. Dies wird den Trend zur Zusammenlegung von Bestandsfonds und der Schaffung größerer Einheiten verstärken. Ebenso werden die Verwaltungsgesellschaften ihren Fokus in der Bestandsbetreuung und Anlegerkommunikation auf **Rationalisierungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen** richten.



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 14: Produktspektrum Asset Management (schematisch) und der Einfluss zunehmender Regulierung

Die im Markt verbleibenden Anbieter werden sich mit dem **veränderten Nachfrageverhalten** konfrontiert sehen. Diese Asset Manager müssen sich zum Beispiel durch die Fokussierung auf ihre jeweiligen Kernkompetenzen oder durch Investition in Wachstumsfelder vom Wettbewerb differenzieren. Es ist zu erwarten, dass Gesellschaften sich klar als Spezialist für „Alternatives“ positionieren oder als breiter Anbieter sowohl aktive als auch passive Lösungen anbieten können. Einem Trend werden die Spezialisten im Bereich der „Alternatives“ dabei nicht entgehen können: Die in der Vergangenheit noch erzielbare Marge wird – bei vergleichbarem Risikoprofil des Produktes – am Markt zukünftig nicht mehr durchsetzbar sein (Abbildung 14). Gleichwohl dürften „Alternatives“ auch in Zukunft zu den Wachstumsträgern der Branche gehören.

Die etablierten großen Anbieter offener Fonds verfolgen daher bereits eine der drei auf Wachstum ausgerichteten **Normstrategien** mit individuell unterschiedlichen Schwerpunktsetzungen:

- Hohes Wachstum jenseits der 10 % p. a. mit niedrig-margigen Passivprodukten,
- Hohe Margen jenseits von 100 bps mit Alternatives und höherem Risikogehalt für den Kunden,
- Ausdifferenzierung und Innovationen innerhalb des traditionellen Spektrums aktiv gemanagter Fonds-Produkte in Aktien und Renten.

Die Standardisierung und Regulierung auf europäischer Ebene hat auch zur Folge, dass etablierte Asset Manager einfacher in höher-margigen Bereichen („Alternatives“) – auch grenzüberschreitend – wachsen können. Dies wird die Wettbewerbsintensität für spezialisierte kleinere Anbieter deutlich erhöhen.

Das Produktspektrum muss dabei auf den Kunden ausgerichtet sein. Im Fokus stehen dessen Bedürfnisse – das gewünschte Chance-/Risikoprofil – und nicht der Verkauf eines Produkts. Dabei muss der **Fokus auf Transparenz** liegen, wobei jene AIFM einen entscheidenden Beitrag leisten werden, welche die neuen Standards der **Performance- und Risikomessung** für das gesamte Produktspektrum übergreifend zum Einsatz bringen können. Es ist zu erwarten, dass die neuen Reporting-Anforderungen auch bei Altfonds, die formal unter den Bestandsschutz fallen, angewendet werden. Daher sind alle Asset Manager gefordert, sich mit den aktuellen Herausforderungen aktiv auseinander zu setzen. Professionalität der Organisation, Produktinnovation, das aktive Nutzen von Wachstumschancen sowie Transparenz über die Fondsperformance bedingen sich so gegenseitig und sind Voraussetzung für attraktive Asset Management- und Fonds-Produkte.

ÜBER BDO CORPORATE FINANCE | FINANCIAL SERVICES

Unser spezialisiertes **Corporate Finance | Financial Services** Team rekrutiert sich aus Branchenexperten, die auf langjährige Beratungserfahrung bei M&A-Transaktionen, Bewertungen und Restrukturierungen im internationalen Umfeld zurückblicken. Wir verfügen über langjährige Erfahrung in der Fondsindustrie, im Asset Management und im Bereich Private Equity. Diese Erfahrung verbinden wir mit unserer umfangreichen Prüfungs- und Beratungserfahrung in den zentralen Assetmärkten Real Estate, Energie und Maritime Wirtschaft. Hier können wir auf eine Vielzahl langjähriger und erfolgreicher Mandatsbeziehungen in Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung und Corporate Finance verweisen.

Unsere Dienstleistungen haben wir auf die Herausforderungen der strategischen und operativen Weiterentwicklung Ihres Geschäftsmodells ausgerichtet. Gern beraten wir Sie bei Fragestellungen der Bewertung, bei geplanten Akquisitionen oder bei einer Reorganisation ihres Unternehmens.

Die BDO **Corporate Finance | Financial Services** Beratungsleistungen umfassen:

VALUATION

- Externe Bewertung von Fonds und Investmentvermögen
- Bewertung von Zielinvestments, Einzel-Assets (Real Estate, Renewable Energies, Private Equity)
- Unterstützung bei der Etablierung der internen Bewertungsfunktion

TRANSACTION SERVICES

- Transaktionen für Fonds und Investmentvermögen (Single Asset und Portfolio)
- Buy-side/Sell-side Due Diligence für Initiatoren, Manager und Vermögensverwalter
- Vendor Due Diligence, Fact Books

MERGERS & ACQUISITIONS

- Buy-side und Sell-side Advisory für Initiatoren, Manager und Vermögensverwalter
- Verkaufsdokumentation und Investorenansprache
- Verhandlungsunterstützung und Prozessmanagement

RESTRUCTURING

- Beratung bei der Weiterentwicklung/Reorganisation des Geschäftsmodells
- Sanierung, Abwicklung und Verkauf von Distressed Assets (Single Asset und Portfolio)
- Project Office Unterstützung, Monitoring

ANSPRECHPARTNER

Für weitere Informationen zu unseren **Corporate Finance | Financial Services** Leistungen kontaktieren Sie:



DR. KARSTEN PAETZMANN
Partner
Corporate Finance | Financial Services
Telefon +49 40 30293-513
karsten.paetzmann@bdo.de



MARTIN GEISLER
Senior Manager
Corporate Finance | Financial Services
Telefon +49 40 30293-422
martin.geisler@bdo.de

Ebenfalls steht Ihnen die Leitung des BDO Fachbereichs Banken und Finanzdienstleister gern als Gesprächspartner zur Verfügung:



DR. GEBHARD ZEMKE
Partner
Banken und Finanzdienstleister
Telefon +49 40 30293-525
gebhard.zemke@bdo.de



WOLFGANG OTTE
Partner
Banken und Finanzdienstleister
Telefon +49 69 95941-445
wolfgang.otte@bdo.de

Weitere Informationen zu den spezialisierten Beratungsleistungen erhalten Sie auch bei den Vertretern unseres europäischen Corporate Finance | Financial Services Netzwerks:

Marcus Bartl
BDO in Austria
marcus.bartl@bdo.at

Matteo Mangiarotti
BDO in Italy
matteo.mangiarotti@kon.eu

Anton Efremov
BDO in Russia
av.efremov@bdo.ru

Stéphane Hincourt
BDO in France
stephane.hincourt@bdo.fr

Philip Braun
BDO Jersey
pbraun@bdo.je

Uroš Čamilović
BDO in Serbia
uros.camilovic@bdo.co.rs

Karsten Paetzmann
BDO in Germany
karsten.paetzmann@bdo.de

Daniel Croisé
BDO in Luxembourg
Daniel.croise@bdo.lu

Marino Sánchez-Cid
BDO in Spain
marino.sanchez@bdo.es

Ákos Boross
BDO in Hungary
akos.boross@bdo.hu

Matthias van Alphen
BDO in the Netherlands
Matthias.van.Alphen@bdo.nl

Marcel Jans
BDO in Switzerland
marcel.jans@bdo.ch

Brendan Traynor
BDO in Ireland
btraynor@bdo.ie

Sigbjørn Selvik
BDO in Norway
Sigbjorn.Selvik@bdo.no

Roger Buckley
BDO in the United Kingdom
roger.buckley@bdo.co.uk

Hinweise an den Leser

Dieses Dokument wurde mit Sorgfalt erstellt, ist aber allgemein gehalten und kann daher nur als grobe Richtlinie gelten. Es ist somit nicht geeignet, konkreten Beratungsbedarf abzudecken, so dass Sie die hier enthaltenen Informationen nicht verwerten sollten, ohne zusätzlichen professionellen Rat einzuholen. Bitte wenden Sie sich an die BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, um die hier erörterten Themen in Anbetracht Ihrer spezifischen Beratungssituation zu besprechen. BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, deren Partner, Angestellte, Mitarbeiter und Vertreter übernehmen keinerlei Haftung oder Verantwortung für Schäden, die sich aus einem Handeln oder Unterlassen im Vertrauen auf die hier enthaltenen Informationen oder darauf gestützte Entscheidungen ergeben.

HAMBURG (ZENTRALE)

Fuhrentwiete 12
20355 Hamburg
Telefon: +49 40 30293-0
Telefax: +49 40 337691
hamburg@bdo.de

BERLIN

Katharina-Heinroth-Ufer 1
10787 Berlin
Telefon: +49 30 885722-0
Telefax: +49 30 8838299
berlin@bdo.de

BIELEFELD

Viktoriastraße 16-20
33602 Bielefeld
Telefon: +49 521 52084-0
Telefax: +49 521 52084-84
bielefeld@bdo.de

BONN

Potsdamer Platz 5
53119 Bonn
Telefon: +49 228 9849-0
Telefax: +49 228 9849-450
bonn@bdo.de

BREMEN

Bürgermeister-Smidt-Str. 128
28195 Bremen
Telefon: +49 421 59847-0
Telefax: +49 421 59847-75
bremen@bdo.de

BREMERHAVEN

Dr.-Franz-Mertens-Straße 2 a
27580 Bremerhaven
Telefon: +49 471 8993-0
Telefax: +49 471 8993-76
bremerhaven@bdo.de

DORTMUND

Märkische Straße 212-218
44141 Dortmund
Telefon: +49 231 419040
Telefax: +49 231 4190418
dortmund@bdo.de

DRESDEN

Am Waldschlößchen 2
01099 Dresden
Telefon: +49 351 86691-0
Telefax: +49 351 86691-66
dresden@bdo.de

DÜSSELDORF

Georg-Glock-Str. 8
40474 Düsseldorf
Telefon: +49 211 1371-0
Telefax: +49 211 1371-120
duesseldorf@bdo.de

ERFURT

Arnstädter Straße 28
99096 Erfurt
Telefon: +49 361 3487-0
Telefax: +49 361 3487-19
erfurt@bdo.de

ESSEN

Max-Keith-Straße 66
45136 Essen
Telefon: +49 201 87215-0
Telefax: +49 201 87215-800
essen@bdo.de

FLENSBURG

Am Sender 3
24943 Flensburg
Telefon: +49 461 90901-0
Telefax: +49 461 90901-1
flensburg@bdo.de

FRANKFURT/MAIN

Hanauer Landstraße 115
60314 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 95941-0
Telefax: +49 69 554335
frankfurt@bdo.de

FREIBURG I. BR.

Wilhelmstraße 1 b
79098 Freiburg i. Br.
Telefon: +49 761 28281-0
Telefax: +49 761 28281-55
freiburg@bdo.de

HANNOVER

Landschaftstraße 2
30159 Hannover
Telefon: +49 511 33802-0
Telefax: +49 511 33802-40
hannover@bdo.de

KASSEL

Theaterstraße 6
34117 Kassel
Telefon: +49 561 70767-0
Telefax: +49 561 70767-11
kassel@bdo.de

KIEL

Dahlmannstraße 1-3
24103 Kiel
Telefon: +49 431 51960-0
Telefax: +49 431 51960-40
kiel@bdo.de

KÖLN

Im Zollhafen 22
50678 Köln
Telefon: +49 221 97357-0
Telefax: +49 221 7390395
koeln@bdo.de

LEIPZIG

Großer Brockhaus 5
04103 Leipzig
Telefon: +49 341 9926600
Telefax: +49 341 9926699
leipzig@bdo.de

LÜBECK

Kohlmarkt 7-15
23552 Lübeck
Telefon: +49 451 70281-0
Telefax: +49 451 70281-49
luebeck@bdo.de

MÜNCHEN

Leonhard-Moll-Bogen 10
81373 München
Telefon: +49 89 55168-0
Telefax: +49 89 55168-199
muenchen@bdo.de

ROSTOCK

Freiligrathstraße 11
18055 Rostock
Telefon: +49 381 493028-0
Telefax: +49 381 493028-58
rostock@bdo.de

STUTTGART

Augustenstraße 1
70178 Stuttgart
Telefon: +49 711 50530-0
Telefax: +49 711 50530-199
stuttgart@bdo.de

WIESBADEN

Gustav-Nachtigal-Straße 5
65189 Wiesbaden
Telefon: +49 611 99042-0
Telefax: +49 611 99042-99
wiesbaden@bdo.de

WELTWEIT

Brussels Worldwide Services BVBA
Boulevard de la Woluwe 60
B-1200 Brüssel - Belgien
Telefon: +32-2 778 01 30
Telefax: +32-2 778 01 43
www.bdointernational.com



BDO AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Fuhlentwiete 12
20355 Hamburg
Telefon: +49 40 30293-0
Telefax: +49 40 337691
hamburg@bdo.de

www.bdo.de