

UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

CHECK-RESEARCH

Warum die BaFin-Vertriebslizenz die höchste Genehmigungsstufe für den Vertrieb alternativer geschlossener Investments darstellt

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin

teilte mit Schreiben vom 06.02.2014 zum
Publity Performance Fonds Nr. 7
GmbH & Co. Geschlossenen Investment KG
wie folgt mit (liegt CHECK vor):

"Aufnahme des Vertriebs"

"Sehr geehrte Damen und Herren, der Vertrieb von Anteilen an dem oben genannten geschlossenen inländischen Publikums-AIF ist gemäß § 316 Abs. 3 Satz 1 KAGB mit Datum dieses Schreibens statthaft."

Für "Verwahrstelle und Anlagebedingungen für den geschlossenen Publikums-AIF erteile ich hiermit die GEHNEHMIGUNG"

Beteiligungsverkauf mit Sicherheitsgurt
Zur Plausibilität des Publity Performance Fonds Nr. 7

CHECK-REPORT Nr. 3/14
Juni 2014

CHECK

Das CHECK-Bewertungssystem beruht auf einer 15jährigen, stetigen Vertiefung zur differenzierten Analyse der Risikoanfälligkeit und den Renditechancen von Unternehmensbeteiligungen. Der Autor analysierte und bewertete seit 1991 ca. 1.000 geschlossene Fonds. Zuvor arbeitete der examinierte Betriebswirt in den Bereichen: Printmagazine und Presseagenturen sowie Fernsehanstalten wie dpa, Stern, ZDF, NDR, nachdem er Philosophie, Deutsch und Geschichte/Politik mit dem 2. Staatsexamen abgeschlossen hatte.

Wichtiger Hinweis: CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit geschlossener Fonds. Auch eine positive Benotung bedeutet keine Gewähr gegen das Verlustrisiko. Unternehmensbeteiligungen der hier untersuchten Art sind keine sicheren Geldanlagen im Sinne eines Pfandbriefs, einer Festgeldanlage oder eines Sparbuchs. CHECK wertet Informationen des Angebotes zum **aktuellen Zeitpunkt** der Emission aus.

Beteiligungsverkauf mit Sicherheitsgurt

Präambel

Vor dem Hintergrund der per Juni 2014 vorliegenden Publikums-AIF-Genehmigungen der BaFin wird deutlich, dass Publi 7 dem Markt weit voraus ist, sowohl hinsichtlich Transparenz, der Managementqualität der handelnden Personen als auch bei der Strukturierung des Produkts und hinsichtlich der Stringenz bei der Umsetzung des Geschäftsmodells.

Die Regeln des weißen Marktes Neu ist, dass öffentlich angebotene Publikumsfonds (künftig AIF), nur verkauft werden dürfen, wenn sie von der deutschen Finanzaufsichtsbehörde BaFin für den Vertrieb genehmigt wurden ("Anschaffpflicht"). Dadurch kann der Vermittler künftig sicher sein, ein streng kontrolliertes Produkt anbieten zu können ("konfliktfrei verkaufen"). Er kann sich nun auf die Prüfqualität der KVG, der Verwahrstelle und der BaFin verlassen (im Gegensatz zu den rein formalen BaFin-Genehmigungen nach dem VerkProspG).

Verpflichtender "Fahrtenschreiber"
Wurde bisher nur eine "technische Prüfung" durchgeführt (der Nachweis der "Fahrbereitschaft" genügte), wird nun auch geprüft, ob das Beteiligungsmodell - keineswegs nur "formal" - seine Leistungsziele auch erreichen kann. Ferner wird gecheckt, ob die AIF-Fahrer die ausreichende "Befähigung, Eignung und Erfahrung" haben, ihr Fahrziel erfolgreich ansteuern zu können. Regelmäßig wird - während der gesamten Fahrt - geprüft, ob der "Fahrtenschreiber" (durch die KVG) korrekt kontrolliert wird und ob die Fahrer ihre vorgeschriebenen Pausen und ihre Wartungschecks einhalten (Zielerreichung des Asset-Managements kontrollieren). Außerdem verlangt der "Beteiligungs-TÜV", die Ver-

wahrstelle (früher durchgehende Mittelverwendungskontrolle), dass über die zurückgelegten Strecken ein korrektes "Fahrtenbuch" geführt wird (regelmäßiges Reporting).

Nettoinventarwert zum Stichtag
Zu den "Verkehrsregeln" gehört auch, dass an Anleger und BaFin berichtet werden muss, ob und wie die gesteckten Fahrziele auch erreicht wurden (Risikoberichte: das Publi-Organisationshandbuch ist ca. 200 Seiten stark). Dabei achtet der "Beteiligungs-TÜV" besonders auf den aktuellen Zeitwert des Modells (Nettoinventarwert) und dass dieser zum Stichtag korrekt ausgewiesen wird. Ferner sollen die Fahrzeugeigentümer rechtzeitig merken, was sie im Vergleich zu anderen Fahrzeugbesitzern erreicht haben oder ob ein Krisenmanagement erforderlich ist, um einen möglichen Wertverlust aufzuhalten.

Regelmäßig zum "Beteiligungs-TÜV"

Dazu verlangt der "Beteiligungs-TÜV" einen Compliancebericht, der laufend über mögliche Interessenkonflikte aufklärt. Denn - und das ist wirklich neu - die BaFin/das KAGB gehen davon aus, dass Interessenkonflikte systemimmanent sind und immer kontrolliert und kanalisiert werden müssen. Vorteil für Sie als Vertrieb und Anleger: Sie müssen sich nicht zurechnen lassen, Interessenkonflikte versteckter Art übersehen zu haben. Denn dies ist pflichtgemäß Aufgabe der BaFin, der Verwahrstelle und der KAGB-verpflichteten KVG!

Die Rolle des Prospekts in der regulierten Welt

Der Prospekt ist Ausdruck des gesamten Geschäftsmodells (Anlagebedingungen, Beteiligungsbedingungen,

Kernpunkte des CHECK-Vertriebslizenz-Audits

-  **Regelmäßig zum Beteiligungs-TÜV**
-  **Manager-Performanceprüfung BaFin-Aufgabe**
-  **Permanente Transparenz, Kontrolle, Berichte**
-  **Belastbare Sensitivitätsszenarien**
-  **Anfangs Kaufpreis = Verkehrswert, dann Gutachterwert**
-  **Unabhängigkeit der Bewerter**
-  **Warum "Nettoinventarwert"**
-  **Schlüsselrolle Bestimmung des Anteilswertes**
-  **Vergleichbarkeit mit verschiedenen Assetklassen**
-  **AIF-Prognoserechnung zu den Kosten des Publi 7**
-  **Geschäftsmodell stimmig = plausibel**
-  **Deutlich höhere Sicherheit für den AIF-Fonds**
-  **Dauernde, unabhängige, externe Mittelverwendungskontrolle - laufend auf dem Laufenden**

CHECK - ANALYSE

Ausstiegsmöglichkeiten, Risikoauflärung, Sensitivitätsszenarien, Performancenachweise der handelnden Manager). Der "Prospekt" ist in Zukunft eine, dynamisch anpassungsverpflichtete Informationsquelle. Er ist per Update im Internet immer auf dem neuesten Stand zu halten (§§ 268, 269, AIFM Umsetzungsgesetz 375-13=AIFU). Sie können sich also auf die Bringschuld des Emittenten (der KVG) verlassen, dass Sie stets online erfahren, was für den Investor wichtig ist! Daher kann das Paket der Verkaufsunterlagen in Zukunft durchaus in Form eines USB-Sticks übergeben werden.

Die Plausi für den Kunden

Ihre Bringschuld, sich zu vergewissern, ob der Investor verstanden hat, was Sie ihm verkaufen, können Sie von dem Standpunkt der in den konkreten Markt eingebundenen Projekte aus erbringen. Bei Blind Pools beispielhaft auf Basis der festgelegten und geprüften Anlagebedingungen (§ 273 AIFU) und der Performance der Manager. Die Plausibilität des Geschäftsmodells hat sich "die BaFin angesehen", so die BaFin auf CHECK-Anfrage. Davon kann der Vertrieb ausgehen.

Manager-Performanceprüfung zentrale BaFin-Aufgabe

Die Prüfung der Performance der Manager ist wesentliche BaFin-Aufgabe. Auf mehreren Ebenen (Verwahrstelle, KVG) spricht die BaFin von "erforderlichem Erfahrungswissen", "ausreichendem Erfahrungswissen". Daraus folgt, dass sich auch in dieser Hinsicht der Vermittler auf die Due Diligence-Qualität der BaFin verlassen kann. In der Praxis des Genehmigungsverfahrens des Publi 7 hat sich gezeigt, dass die BaFin die Prüfung der Managerperformance sehr ernst nimmt und peinlich genaue Vergangenheitsbelege des Erfahrungswissens der Manager sehen will, z. B. auf dem Gebiet der Immobilienperformance. Um sich auf diesem Gebiet umfassend professionell aufzustellen, hat Publi noch einmal nachgelegt: Neben dem langjährig mit Publi verbundenen Performanceträger Frederik Mehlitz (Immobilienbewertung AssetGate, Depfa Bank, DZ Bank, Bayerische Landesbank) hat Publi mit Herrn Hennig Dreger (8 Jahre Senior Real Estate Assetmanager bei Hudson Advisors Germany GmbH) das Immobilienmanagementteam verstärkt.

Prospektverwendung

Die BaFin will mit dem KAGB, dass al-

le anlegerrelevanten Informationen jederzeit abruf- und einsehbar sind (§ 268 "Erstellung von Verkaufsprospekt und wesentlichen Anlegerinformationen"). Der Prospekt wird daher nicht gesondert "zugelassen". Er ist Bestandteil des gesamten Angebots an den Anleger, fremdes Kapital zu verwalten (= es gibt keinen "genehmigten Prospekt", wie wir von der BaFin schriftlich bestätigt bekommen haben). Allerdings muss die Informationsquelle Prospekt "ständig auf dem neuesten Stand gehalten werden" (§ 268, 2). Dazu muss er nicht in gedruckter Form vorliegen, was jedoch praktischerweise zunächst sinnvoll ist, da Vertriebe und Investoren an die gedruckte Form gewöhnt sind.

Transparenz, Kontrolle, Berichte

Es wird erwartet, dass über das Internet pflichtgemäß laufend über den Entwicklungsstand des AIF informiert wird, erst recht bei besonderen Ereignissen (vergleichbar "Ad hoc-Mitteilungen"). Die Anforderungen an die Transparenz des Fondsstatus sind zu jedem Laufzeitpunkt - nicht erst in den Risikohinweisen des Prospektes zum Fondsstart - sehr hoch. "Die Darstellung (der Risiken) muss den Anleger in die Lage versetzen, die Bedeutung und die Wirkung der verschiedenen Risikofaktoren zu verstehen." (§ 270, 5). Die BaFin möchte ferner, dass die Methode, die Risiken regelmäßig zu überwachen, einem "internen Verfahren" folgt und zwar nach einer Vor-

gabe, die sich nach einem Gesetz der Europäischen Union von 2010 richtet (Richtlinie 210/43/EU).

Regelmäßiger Nachweis eines funktionierenden Risikomanagements

Dass dieses Verfahren in der Praxis, z. B. für das Risikomanagement auch umgesetzt wird, muss regelmäßig nachgewiesen werden. (§ 270, 5, Satz 3). Da die BaFin diese Berichte jederzeit einfordern kann, müssen diese immer so abgefasst sein, dass sie einer externen Prüfung standhalten. Besonders beim Risikomanagement kann sich der Vertrieb nun darauf stützen, dass der Emittent (die KVG) umfassende Bringschulden zu erfüllen hat, deren Überprüfung sich die Verwahrstelle und die BaFin jederzeit vorlegen lassen können. Ihr Vorteil als Vertrieb: keine Vertriebshaftung für Sorgfaltsfehler bei der Überprüfung des Risikomanagements.

Wozu eigentlich ein Dauerrisikomanagement?

Gewollt ist, dass "die Risiken genannt werden, denen die ... (die Assets) ausgesetzt sein könnten." Dazu wird erwartet, dass personelle (Bestellung geeigneter Risiko- und Compliance-Manager) und organisatorische Bedingungen geschaffen werden, die "Aufrechterhaltung eines dokumentierten Systems mit internen Limits..." zu gewährleisten (Artikel 39), z. B. damit "zeitnahe Abhilfemaßnahmen" getroffen werden können. Dazu will der Ver-



Im Zuge der Unternehmensexpansion der Publi AG entstand in Leipzig auf dem Gelände der Alten Messe ein Neubau - das Publi Center - mit Büro- und Verwaltungsräumen sowie einem Schulungszentrum (Baukosten ca. EUR 7 Mio.). Bei der Publi AG können nun Unterlagen auf über 2.400 laufenden Metern in 2 Anlagen mit einem Leergewicht von über 15,6 Tonnen archiviert werden.



CHECK - CHART

ordnungsgeber auch "modellbasierte Prognosen" sehen (Artikel 40, Abschnitt 3, b), die deutlich machen, wann der Risikofall eingetreten ist und dass "zeitnahe Abhilfemaßnahmen im besten Interesse der Anteilsinhaber" rechtzeitig getroffen werden können (Artikel 40, Abschnitt 3, f). Nach bisheriger Lesart deckten die Sensitivitätsszenarien der alten Fondsprospekte diese Anforderung ab. Nun sind sie verbindlich und werden geprüft.

Belastbare Sensitivitätsszenarien

Nun wird zusätzlich verlangt, dass diese Szenarien in ein festes Risikoprofil eingebunden sind und automatische Abhilfemaßnahmen auslösen, wenn sie eintreten (Artikel 40, Messung und Management von Risiken). Sie können sich darauf berufen, dass Beteiligungen ohne professionelles Risikomanagement gar nicht erst genehmigt werden!

Benchmark Bewertungsverfahren

Damit die Risiken quantifizierbar an bestimmten Ertragsgrenzen erkennbar werden, wird ein Bewertungsverfahren der Vermögensgegenstände verlangt, das den "Verkehrswert der Vermögensgegenstände" bestimmt (§ 271, Bewertung, Bewertungsverfahren, Bewerter). "Ist die AIF-Verwaltungsgesellschaft der Ansicht, dass der Kaufpreis aufgrund der Veränderungen von Bewertungsfaktoren (z.B. Einkaufs-Miet-Faktor) nicht mehr sachgerecht ist, so ist der Verkehrswert neu zu ermitteln." An verschiedenen Stellen des AIFU wird deutlich, dass zwischen Verkehrswert und Kaufpreis nicht scharf unterschieden wird. Beispiel: "Der Wert des Gesellschaftsvermögens entspricht der Summe der jeweiligen Verkehrswerte" (§ 110 Satzung, Satz 1). An anderer Stelle wird deutlich, dass hier der Kurswert gemeint ist (§ 168, Bewertung, Verordnungsermächtigung). Fehlt ein Kurswert, ist dieser durch eine "sorgfältige Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmethoden unter Berücksichtigung aktueller Marktgegebenheiten ... zugrunde zu legen."

Anfangs Kaufpreis = Verkehrswert, dann Gutachterwert
Oft werden die Begriffe Kaufpreis und Verkehrswert synonym benutzt (z.B. § 247, Vermögensaufstellung 1, Satz 4) oder: "Für Vermögensgegenstände ... ist zum Zeitpunkt des Erwerbs und danach nicht länger als zwölf Monate der Kaufpreis anzusetzen." Und gemäß § 271, Bewertung, Bewertungsverfah-

ren, Bewerter) ist "als Verkehrswert der Vermögensgegenstände ... der Kaufpreis ... anzusetzen." (Anschnitt 1,1). Da sich der Wert im Zeitablauf ändert, ist dieser durch ein professionelles Gutachten zu ermitteln. Im (pflichtgemäß zu erstellenden) Jahresabschluss wird erwartet, dass z. B. bei Immobiliengesellschaften die "ausgewiesenen Immobilien mit dem Wert anzusetzen sind, der von zwei externen, voneinander unabhängigen Bewertern bewertet wird." (§ 248, Sonderregeln für die Bewertung und § 249, Sonderregeln für Bewertungsverfahren). Hat sich der Verkehrswert nach Jahresfrist vom Kaufpreis aus gesehen nach oben entwickelt, muss der Gutachter diesen neuen Wert ansetzen (und umgekehrt). Damit ist klar, dass der jeweils übliche Verkehrswert nach den üblichen Ertragswertfaktoren gemeint ist. Fazit: Sie können sich damit begnügen, dass der Ihnen ausgewiesene Nettoinventarwert als Wertmaßstab für jeden Beteiligungsanteil heranzuziehen ist.

Unabhängigkeit der Bewerter

Da die BaFin Interessenkonflikte für den Bewerter für möglich hält, die durch einen "Dauerauftrag" zur Bewertung von AIF-Immobilien zu Initiator nah operieren könnten, verlangt sie, dass die Bewerter spätestens alle drei Jahre ausgetauscht werden müssen und nicht mehr als 30 % ihres Umsatzes aus einem Auftragsverhältnis mit dem gleichen Initiator generieren dürfen. Dafür kann die BaFin Nachweise verlangen! Die BaFin möchte sicher gehen, dass ein möglichst objektiver, belastbarer Zeitwert ermittelt wird, der das Vermögen zum Bewertungszeitpunkt widerspiegelt und damit dem Anteilsinhaber die bestmögliche Chance bietet, diesen mit anderen Anteilswerten ähnlicher Beteiligungen zu vergleichen.

Warum "Nettoinventarwert"?

Dieser belastbare Zeitwert wird BaFinseitig mit dem aus der Investmentwelt stammenden Begriff "Nettoinventarwert" definiert. Je nachdem, wie weit das betriebswirtschaftliche Verständnis Ihres Kunden reicht, verwenden Sie synonyme Begriffe wie "Verkehrswert", "Marktwert", "Zeitwert", "Ertragswert", "Gemeiner Wert". Worauf es ankommt ist, dass Sie den Wert kommunizieren, der durchschnittlich zum

Stichtag für den in Frage stehenden Assetanteil bezahlt würde (also ein Vervielfältiger oder Teilwert des ermittelten Grundwertes, der im Marktvergleich gezahlt werden würde). So können Sie mit Ihrem Kunden vergleichen, wie das vorliegende Investment ge-



genüber anderen performt. Das ist die Absicht des KAGB/der BaFin.

Schlüsselrolle zur Bestimmung des Anteilswertes
Der Nettoinventarwert spielt die Schlüsselrolle bei der Bestimmung des Anteilswertes, der dem Anteilsinhaber (das ist der AIF-Investor) als Vergleichswert gegenüber anderen Anlageklassen dienen soll. Eine wissenschaftliche Definition gibt es für diesen Begriff nicht. Der Begriff entstammt der Börsensprache und "entspricht dem Verkehrswert eines Fonds an einem bestimmten Stichtag, vermindert um die Verpflichtungen und geteilt durch die Anzahl ausstehender Assets" (= "Net Asset Value", NAV, alliance-suisse, Glossar). Eine Erklärung, wie dieser Wert gefunden wird, findet sich über die "Verordnung über Inhalt und Darstellung der Rechnungslegung von Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentkommanditgesellschaften sowie über die Bewertung der zu dem Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenstände" (KARBV vom 16-03-2013).

Vergleichbarkeit mit verschiedenen Assetklassen
Schon der Titel verrät, dass mit dieser Kategorisierung verschiedene Assetklassen vergleichbar gemacht werden sollen. Demnach will der Gesetzgeber, dass die "Bewertung auf der Grundlage geeigneter Bewertungsmodelle" (§ 28, KARBV) "unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten ...

CHECK - ANALYSE

mit geeigneten Bewertungsmodellen ... der Verkehrswert" bestimmt wird. Um sicher zu stellen, dass dabei "anerkannte und geeignete Methoden" eingesetzt werden, verpflichtet sie die KVG und die Verwahrstelle, das gewählte Verfahren durch einen "externen Bewerter" prüfen zu lassen (§ 28 Satz 1, 2 und 3).

Besonderheit Immobilienbewertung

Bei Immobilien wird die Ermittlung des Verkehrswertes "in der Regel durch den Ertragswert ... ermittelt, der in dem jeweiligen Immobilienmarkt anerkannt ist" (§ 30, Satz 1). Für die Ermittlung des "Nettoinventarwertes je Anteil von ... geschlossenen inländischen Publikums AIF oder spezial AIF gelten Besonderheiten: insbesondere die Einordnung der Anschaffungsnebenkosten (§ 248, AIFM, Absatz 3, Satz 1), die über maximal 10 Jahre vom "Immobiliensondervermögen" abzuschreiben sind. Allerdings ist der Wert der Vermögensgegenstände spätestens nach 12 Monaten neu zu bestimmen. Anfänglich können die Anschaffungsnebenkosten in den Nettoinventarwert noch eingerechnet werden, "solange ein Erwerb des Vermögensgegenstandes aussichtsreich erscheint" (§ 30, Absatz 2, Satz 1). Binnen Jahresfrist muss auf den aktuellen Verkehrswert abgeschrieben werden. Damit wird sichergestellt, dass keine unrealistischen Werte bei der Anteilsbewertung vorgenommen werden. Dies gilt für die gesamte Laufzeit des AIF. Der Nettoinventarwert muss regelmäßig, mindestens jährlich gutachterlich bestimmt werden.

Wie geht im AIF "Nettoinventarwert"?

Im Prospekt des publicity Performance Nr. 7 wurde in der Prognoserechnung in Anwendung der Umsetzung des KAGB nicht der Umsatz (wie früher üblich) als Ausgangswert für den Cash Flow gelistet (das Betriebsergebnis nach Kosten, jetzt = "Jahresüberschuss"), sondern der "Nettoinventarwert". Diese Regelung geht auf eine Vorgabe der BaFin zurück. Die BaFin möchte, wie geschildert, Vergleichbarkeit zu anderen Kapitalanlagen herstellen (Aktien, Investmentfonds, Spezial-AIFs etc.). Sie möchte, dass auch "schwer zu bewertende" Assets nach anerkannten Bewertungs- und Kalkulationsmethoden erfolgen (diese Begrifflichkeit stammt aus der Welt der Investmentfonds und der offenen AIFs).

Demnach soll ein möglichst einheitliches und für alle Assetklassen transparentes Regelwerk gelten. Dabei stützt sich die BaFin auf die EU-Richtlinie 2011/61/EU: Anerkannte Bewertungsmethoden, Transparenz und externe Kontrolle sind die wichtigsten Leitkriterien der BaFin.

AIF-Prognoserechnung zu den Kosten des publicity 7



Die Compliance-Manager von CMS Hasch Sigle sind Mitglied der CMS Legal Service EEIG und liefern - weltweit anerkannt - an Unternehmen und Staaten Analysen und Beratung ethischer Unternehmensregeln, auch für publicity.

Bei einer Platzierung von EUR 100 Mio. sind EUR 87 Mio. für den Erwerb von Immobilien vorgesehen. Davon entfallen EUR 79 Mio. für die reinen Kaufpreise, EUR 8 Mio. auf Nebenkosten. Für die EUR 79 Mio. wird die Anschaffung von 10 Immobilien kalkuliert (Durchschnittswert: EUR 7,9 Mio.). Darauf entstehen Nebenkosten pro Objekt wie:

Position	
Grundsteuer:	TEUR 434,5
Makler:	TEUR 200
Externe DD	TEUR 25
Ext. tech. DD	TEUR 19
Externe Legal DD (Compliance)	TEUR 38
Notar, Grundb.	TEUR 40
Reserve für Kosten vergeblicher Ankäufe	TEUR 43,5
Summe	
Nebenkosten	TEUR 800

Eine realistische, einfache, sachgerechte und nachvollziehbare Rechnung. Zu kalkulieren sind ferner die laufenden Bewertungskosten (Bestimmung des Nettoinventarwerts). Diese werden durch die Fees der KVG (publicity Performance GmbH) gedeckt.

Pro Objekt erreichen die Bewertungskosten kumuliert ca.

Erstbewertung pro Objekt	
pro Objekt	TEUR 44
bei 10 Objekten	TEUR 440
Folgebewertungen jährlich	
Objekt	TEUR 8
Bei 10 Objekten	TEUR 80
Sie sind Bestandteil der Transaktionskosten, Siehe Prognose S. 86 (2016)	
	TEUR 525
= 0,5 % vom Nettoinventarwert durchschnittlich	
	TEUR 105

CHECK konnte einen Eindruck von der Qualität der Erstbewertungsgutachten gewinnen. Deren Professionalität (CMS Hasche Sigle-Gutachten) überragen im Preis-Leistungsvergleich andere, vermeintlich günstigerer Gutachter. Das ermittelte Wertschöpfungspotenzial zum Markt konnte punktgenau realisiert werden.

Kaufmännische Vorsicht

Wird der Nettoinventarwert kalkulatorisch "ausgereizt", würde eine höhere Managementfee bei Ansatz einer prozentualen Berechnung entstehen (2%). Der Vorteil, dass die Managementfees variabel und nicht fix am Platzierungsvolumen festgemacht werden (und damit erfolgsabhängig), würde relativiert. Genau dieser Versuchung widersteht die Prognoserechnung. Sie setzt den durchschnittlichen jährlichen Nettoinventarwert niedrig an. Für 2014 mit EUR 60 Mio. obwohl bis Jahresende bis zu EUR 87 Mio. investiert sein könnten. Doch die durchschnittlichen, per Monatsende ermittelten Vermögenswerte ergeben im Jahresdurchschnitt ca. EUR 60 Mio., der Nettoinventarwert für dieses Jahr (und nicht EUR 87 Mio.!). Denn im Jahresverlauf fangen die Werte niedriger an und steigen erst Zug um Zug gegen Jahresende. Für die Folgejahre gilt: erst die Reinvestition lässt den Anfangswert

CHECK - ANALYSE

Zug um Zug wachsen (für 2016 z. B. auf EUR 105 Mio.). Da das Immobilien-Ankaufs und -Verwertungsgeschäft ein ständiger und dynamischer Prozess ist, benötigt die KVG ausreichend Reserven, um das Miet-, Sanierungs-, und Vewertungsmanagement professionell steuern zu können (ca. EUR 3 Mio. p. a.). Das müssen die laufenden Gebühren abdecken, die sich z. B. bei einem "Halten und Verwalten"-Objekt-Fonds auf ein Jahrzehnt und länger verteilen. Bei diesem "Kurzläufer" wird jedoch in wesentlich kürzerer Zeit eine ungleich höhere, laufende Managementleistung erbracht.

Geschäftsmodell stimmig

Dass diese Kosten plus Ausschüttungen und Totalgewinn tatsächlich verdient werden, zeigt die Plausibilität des Geschäftsmodells, das die BaFin zumindest auf formale Stimmigkeit geprüft hat. Dazu gehören: die Sicherstellung der organisatorischen Anforderungen (vollständige Dokumentation, laufende Kontrollen, die interne Revision, die laufende Überprüfung der Einhaltung der Anlagebedingungen, die Konzeption und Veröffentlichung der Fondsgesellschaft, die Vertriebs-schulungen und Vertriebsveranstaltungen, die Buchhaltung auf jeder Ebene der Fondsgesellschaft. Die KVG hat sich so zu organisieren, dass sie "auf Knopfdruck" zu jedem Zeitpunkt die aktuelle Liquidität, den Nettoinventarwert sowie immobilienwirtschaftliche Daten für jedes Objekt und jeden Fonds, sowie die Liquidität jedes Anlegerkontos bestimmen kann. Diese Bedingungen hat pubilty 7 erfüllt. Dafür sorgen auskunftsgemäß 7 qualifizierte pubilty-Mitarbeiter.

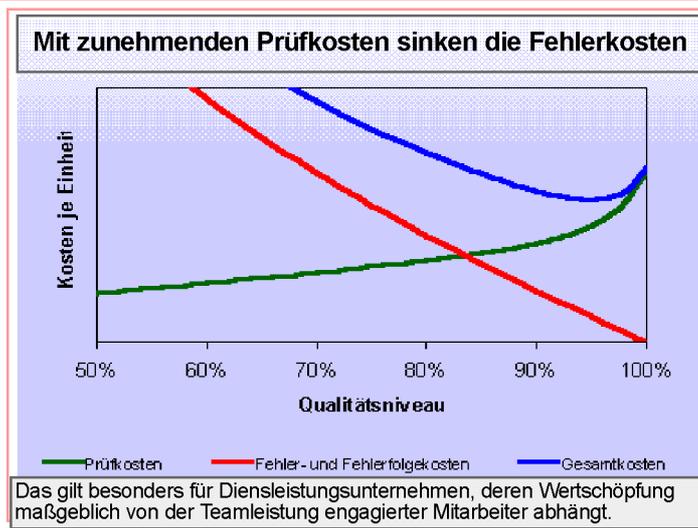
Mindest-Deckungsbeiträge für fixe KVG-Kosten

Wenn für pubilty 7 das Mindestzeichnungsvolumen von EUR 10 Mio. erreicht ist, ist auskunftsgemäß ein ausreichender Sockel zur Deckung der Fixkosten und Zahlung der prognostizierten Rendite gegeben. Das Risiko einer Minderplatzierung wird durch eine partielle Platzierungsgarantie abgedeckt. Demnach gleicht die Komplementärin bis zu EUR 2,5 Mio. aus, um entstandenen Kosten bei einer möglichen Rückabwicklung durch eine mögliche Minderplatzierung zu minimieren.

Deutlich höhere Sicherheit für den AIF-Fonds

Während die Beteiligung an pubilty 6 laufende Ausschüttung vorsieht, setzt diese für pubilty 7 erst nach 2 Laufzeitjahren ein. In dieser Zeit kann der Kapitalstock für pubilty 7 ungeschmälert dynamisch aufgebaut werden (= höhere Sicherheit). Da der pubilty 7

verantworten. Auf dessen korrekte Bestimmung kann (muss) er sich verlassen. Das Geschäftsmodell wurde immerhin "formal" auf Plausibilität geprüft. Darauf kann sich der Vermittler verlassen! Dem Vermittler verbleibt die Darstellung der geprüften Sachverhalte auf der Verständnisebene des Kunden. Der Kunde muss auf seinem persönlichen Horizont in seiner "Denke" verstehen, was die objektiven Risiken konkret für ihn bedeuten! Erst dann ist das Projekt für ihn plausibel! Diese Prüfung ist durch den KAGB-basierten AIF wesentlich leichter geworden.



auf Leverage durch Fremdkapital (im Unterschied zum pubilty 6 mit 50 % FK) vollständig verzichtet, wird sich das Investitionsvolumen nur durch EK (=höhere Sicherheit) und Reinvestitionen und daher langsamer aufbauen.

Dauernde, unabhängige, externe Mittelverwendungskontrolle

Das KAGB/die BaFin möchte (und stützt sich dabei auf die o. g. EU-Verordnung 61/EU), dass die Verfahren der Portfolioverwaltung und der Vergütungspolitik des AIF von der Portfolioverwaltung getrennt sind (Artikel 29). Deshalb soll z.B. die Verwahrstelle den Gutachter auswählen. Als zusätzliche Sicherheit gegen Interessenkonflikte kann die BaFin bei der Gutachterausswahl widersprechen. Im Falle pubilty 6 und 7 wurde ein professioneller, weltweit anerkannter Gutachter von der Verwahrstelle bestimmt (CMS). Dieser Gutachter fertigte ein 230-seitiges Gutachten auf Kosten des Fonds (der späteren KVG) an und begründete damit die Rechtfertigung für den Kaufpreis der Immobilie. Der Fonds (die KVG) hatte keine Möglichkeit, auf das Gutachten Einfluss zu nehmen. Selbst die Auswahlhoheit steht ihm (ihr) nicht zu. Der Einfluss der KVG beschränkt sich auf ein Vorschlagsrecht. Vorteil für den Vertrieb: Die Prüfung des Gutachters, des Prüfungsverfahrens und die Prüfung an sich und damit die Validität des Kaufpreises im Sinne der Investitionskriterien muss der Vermittler nicht

Vertriebzulassung von der BaFin gewollt

Nach CHECK-Rücksprache bei der BaFin ist die schriftlich bestätigte Vertriebzulassung des pubilty Performance Fonds Nr. 7 GmbH unzweideutig, vollständig und umfassend genau so gemeint, wie sie im BaFin-Schreiben vom 06.02.2014 verfasst und be-

stätigt wurde. Darin wird unter WA 44 WP6100 - gdHU - 70138674 - 2013-0001 auf die "Verwahrstelle und Anlagebedingungen für den geschlossenen Publikums AIF pubilty Performance Fonds Nr. 7 GmbH & Co. Geschlossene Investment KG" Bezug genommen und festgestellt: "Gemäß § 87 i.V.m. § 69 Abs. 1 Satz 1 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) erteile ich hiermit die

GENEHMIGUNG

für die Auswahl der Caceis Bank Deutschland GmbH, ... als Verwahrstelle für den oben genannten geschlossenen Publikums-AIF."

Ferner wird im gleichen Schreiben "Gemäß § 267 Abs. 1 Satz 1 KAGB die

GENEHMIGUNG

erteilt, für den oben genannten geschlossenen Publikums AIF die im Wortlaut beigefügten "Anlagebedingungen" zu verwenden.

§ 267 KAGB sagt, dass "Die Anlagebedingungen sowie die Änderungen der Anlagebedingungen bedürfen der Genehmigung der Bundesanstalt." Genau das ist geschehen.

Warum Vertriebzulassung mit Übergangsbestimmung
"Die Auflage des pubilty 7 erfolgte be-

CHECK - ANALYSE

wusst unter Inanspruchnahme der gesetzlich vorgesehenen Übergangsbestimmungen. Nach § 343 Absatz 3 KAGB darf eine Verwaltungsgesellschaft, die vor dem 22. Juli 2013 Tätigkeiten im Sinne des § 20 KAGB ausgeübt hat, längstens bis 21. Januar 2015 bereits vor Erteilung der Erlaubnis nach §§ 20, 22 KAGB neue AIF verwalten und betreiben. Voraussetzung hierfür ist, dass der neu aufgelegte AIF bereits nach den Vorschriften des KAGB verwaltet wird, d.h. das KAGB findet bereits zu diesem früheren Zeitpunkt Anwendung (und nicht erst ab Erlaubniserteilung)", so publity. Der neu aufgelegte AIF muss zudem "gemäß den Bestimmungen des KAGB konstruiert" sein (zwingend daher die Einhaltung der konkreten Anlagebedingungen, Listung der Vermögensgegenstände und die Einrichtung der Verwahrstelle nach KAGB). Ferner muss die Verwahrstelle ihre laufenden Kontrollaufgaben genau wie nach der Genehmigung aufnehmen und durchführen. Und die KVG muss bereits alle erforderlichen Organisationsanforderungen erfüllen und die geforderten Eigenmittel vorhalten.

Der publity 7 ist bereits vollumfänglich nach den Vorschriften des KAGB zu verwalten. De Facto wird die Erlaubniserteilung keine praktischen Auswirkungen haben.

KVG-Antrag genügt nicht

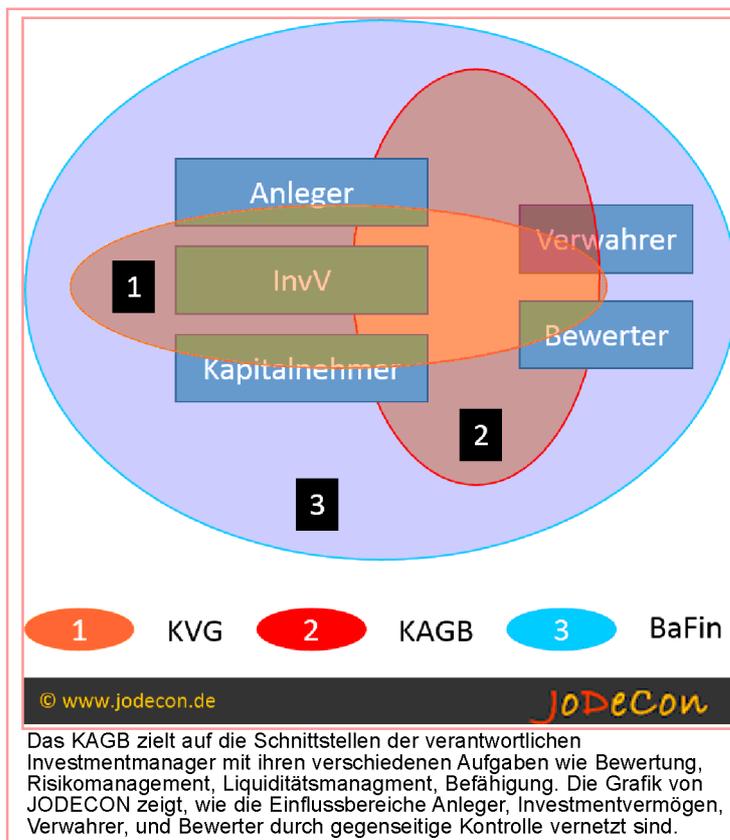
Damit ist auch klar, dass es mit der Zulassung einer KVG nicht getan ist. Deren Einrichtung ist zwar Voraussetzung für die professionelle Verwaltung eines AIF, aber ohne Produkt bleibt sie eine leere Hülle, deren Anwendungsfall im Vertrieb des AIF erst noch gelebt und umgesetzt werden muss. Erst dann zeigt sich, ob die KVG funktioniert (wie im Fall von publity 7) und ihren Aufgaben gerecht wird. Die BaFin hat unverbindlich bestätigt, dass bereits Unterlagen zum KVG-Antrag der publity Performance GmbH für den PPF 7 eingereicht und geprüft wurden. Aus der BaFin-Vertriebsgenehmigung ist nach CHECK-Auffassung eindeutig zu schließen, dass die Unterlagen (Lebensläufe, unabhängiger, professioneller Risikomanager, professioneller Compliance-Manager) sowie eine detaillierte, die unabhängige Kontrolle die gesamte Fondslaufzeit garantierenden Verwahrstelle in belastbarer, aussagefähiger Qualifizierung vorliegen. Im Gespräch mit der BaFin wurde deutlich, dass genau diejenigen Prüfhandlungen durchgeführt wurden, die zu einer "formalen" Plausibilität des

AIF-Beteiligungsmodells nach dem KAGB geführt haben. Daher die Vertriebsgenehmigung eines bereits vollständig funktionsfähigen AIF.

Die publity KVG steht

Obwohl die Publity-KVG, die publity Performance GmbH (PPG), noch in der BaFin-Genehmigungsphase ist, kann davon ausgegangen werden, dass die Anforderungen an die KVG von publity mustergültig erfüllt wurden. Sie ist z. B. mit EUR 500.000 ausgestattet, statt mit dem geforderten Mindestanfangskapital von EUR 300.000 (§ 25 KAGB-Umsetzungsge-

wie sie im Prospekt dargelegt wurden, wurden von der Vertriebsgenehmigung für den publity Performance Funds Nr. 7 abgedeckt (§ 22, Absatz 1, Satz 12). Im Kontakt mit der BaFin wurde nach CHECK-Einschätzung deutlich, dass vor allem die professionell strukturierte "Mittelverwendungskontrolle" durch die Verwahrstelle, einer auf Controlling von Investmentvermögen spezialisierten Bank, überzeugten. Hinzu kommt, dass die Risikomanager das Risikomanagement von Kreditinstituten bereits lange Jahre unter Beweis gestellt haben! Auch beim Compliancemanagement können die beauftragten Manager durch die Koordination der Risiko- und Complianceregeln von mehreren Landesbanken auf jahrelange Praxis verweisen.



Das KAGB zielt auf die Schnittstellen der verantwortlichen Investmentmanager mit ihren verschiedenen Aufgaben wie Bewertung, Risikomanagement, Liquiditätsmanagement, Befähigung. Die Grafik von JODECON zeigt, wie die Einflussbereiche Anleger, Investmentvermögen, Verwahrer, und Bewerter durch gegenseitige Kontrolle vernetzt sind.

setzt). Die Geschäftsführer sind benannt, unterliegen nicht nur dem KAGB, sondern unter anderem berufsständischen Regeln (Rechtsanwälte). Die PPG hat drei Aufsichtsräte, darunter Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Rechtsanwälte, von denen jeder über langjährige Controllingenerfahrungen bei etablierten Kreditinstituten verfügt und auf eine belegbare, langjährige Berufspraxis zurückgreifen kann. Die ausführlichen Lebensläufe wurden pflichtgemäß bei der BaFin geprüft. Die in § 22 genannten Voraussetzungen für den "Erlaubnisantrag" liegen auskunftsgemäß ebenfalls vor.

Anlagebedingungen genehmigt
Entscheidende Kriterien wie die Bestimmungen der Anlagebedingungen,

nen die beauftragten Manager durch die Koordination der Risiko- und Complianceregeln von mehreren Landesbanken auf jahrelange Praxis verweisen.

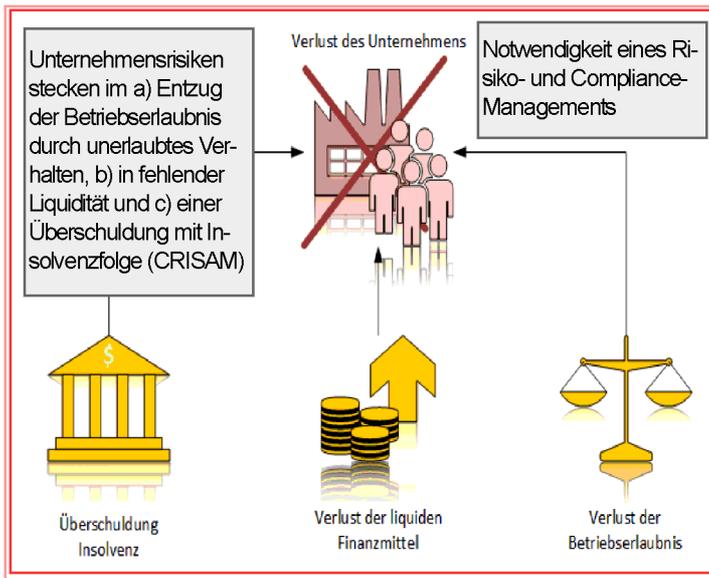
"Unangemessene Kosten vermeiden"

"Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss insbesondere über geeignete Verfahren verfügen, um bei Investmentvermögen unter Berücksichtigung des Wertes des Investmentvermögens und der Anlegerstruktur eine Beeinträchtigung von An-

gerinteressen durch unangemessene Kosten, Gebühren und Praktiken zu vermeiden." (§ 26, Abschnitt 6, Satz 5). Das bedeutet faktisch, dass die Angemessenheit der Kosten und Gebühren keineswegs nur "formal" durchgewunken werden. Die BaFin bildet sich z. B. sehr wohl eine Meinung darüber, ob die Incentives bei der Initiatorbeteiligung am den "Übergewinnen" über Prognose z. B. hier 5 % des durchschnittlichen Nettoinventarwertes übersteigen (wie sie es beim publity 7 getan hat).

PPF 7-Prognoserechnung mehrfach BaFin-gecheckt
Nachdem die Prognoserechnung unter der Maßgabe der Revision einiger Kos-

CHECK - ANALYSE



tenpositionen (und Gewinnbeteiligungsquoten) von der BaFin mehrfach zur Überarbeitung an die Autoren zurückgereicht wurde, darf davon ausgegangen werden, dass kaufmännisch vernünftige, in Bezug auf das Geschäftsmodell nachvollziehbare Maßstäbe zur Anwendung kamen. Daran wird deutlich, dass die KVG erst im Anwendungsfall beweisen kann, dass sie KAGB-tauglich ist. Daher ist die Feuerprobe für den AIF die Vertriebszulassung, die für den PPF 7 vorliegt. Zur Maßgabe, dass die KVG spätestens zum 21. Juli 2014 beantragt sein muss, hat publicity den 2. Schritt nun vorgelegt.

KVG-Antrag eingereicht - Verwahrstellenvertrag unterschrieben
Der publicity-KVG-Antrag mit vier umfassenden Leit-Ordnern wurde bei der BaFin inzwischen vorgelegt. Der Verwahrstellenvertrag wurde inzwischen rechtskräftig unterschrieben. Die Vertriebsfähigkeit des publicity 7 ist in vollem Umfang gegeben. Mit einer offiziellen KVG-Genehmigungserteilung (nach der Vertriebszulassung nunmehr reine Formsache) ist auskunftsgemäß kurzfristig zu rechnen! KVG und Verwahrstelle sind bereits in vollem Umfang wirksam tätig. "Die Prognoserechnung wurde mit der BaFin bis ins Detail abgestimmt", so publicity (BaFin-seitig durch die Arbeitsgruppe Kosten). Das gesamte Prognosegerüst hat sich an dem Nettoinventarwert zu orientieren (siehe oben). "Die AIF-konforme Darstellung der Pro-

gnoserechnung verlangt, dass sämtliche Erträge aus Bewirtschaftung in allen Jahren der Fondslaufzeit an den Nettoinventarwert gekoppelt sind."
Details zur Anlageprognose
Auch wenn aus kaufmännisch vorsichtigen Gründen ein Kaufpreisfaktor als Anlagebedingung nicht definiert wurde, so ist der publicity 7-Prognoserechnung das 8-fache der Jahresmiete als Benchmark zu entnehmen. Dieser Faktor ist im Wettbewerbsvergleich der niedrigste. D. h. der Kaufpreis inkl. Kaufnebenkosten erreicht die 8-fache Ist-Nettojahreskaltmiete (7,5 Mio. Jahresmiete mal 8 = EUR 60 Mio. Nettoinventarwert für 2014). Anmerkung: der Verkehrswert kann und wird in aller Regel deutlich darüber liegen! Für das Prognosejahr 2015 wurde als Ausgangspunkt ein Nettoinventarwert von EUR 90 Mio. angenommen. Bereits per März 2014 wurden publicity 7-Prüfaufträge für die Anschaffung von Immobilien im Werte von EUR 52 Mio. zzgl. Kaufnebenkosten bekannt gegeben.

Uneingeschränkter Vertrieb des PPF 7 - laufend auf dem Laufenden
Demnach ist die "Aufnahme des Vertriebs" laut BaFin-Schreiben vom 06.02.2014 "mit Datum dieses Schreibens statthaft". Der Vertrieb kann also loslegen! Da der Vermittler in Verbin-

dung mit den Anforderungen des § 34f der Gewerbeordnung nicht nur anfänglich, sondern dauernd während der gesamten Laufzeit über die Chancen und Risiken des vermittelten Produkts auskunftsfähig sein muss, hat er erstmals in der Verwahrstelle und der KVG (und nicht zuletzt auch durch die Kontrolle der BaFin) eine verlässliche Quelle, um über den Stand und den Nettoinventarwert des Kundenanteils - mindestens im Jahresabstand - informieren zu können (die Bewerter müssen der Bafin angezeigt werden und müssen wechseln). Zu einem entsprechend aussagefähigen und regelmäßigen Reporting ist die KVG verpflichtet. Das "Bitten und Betteln" um die Darlegung verlässlicher Zahlen (insbesondere im Krisenfall) gehört - angesichts professioneller Berufung von Verwahrstelle und KVG (bei deren Anerkennung die BaFin mit besonderer Sorgfalt vorgeht) - endlich der Vergangenheit an. Darauf achten nun KVG, Verwahrstelle und BaFin.

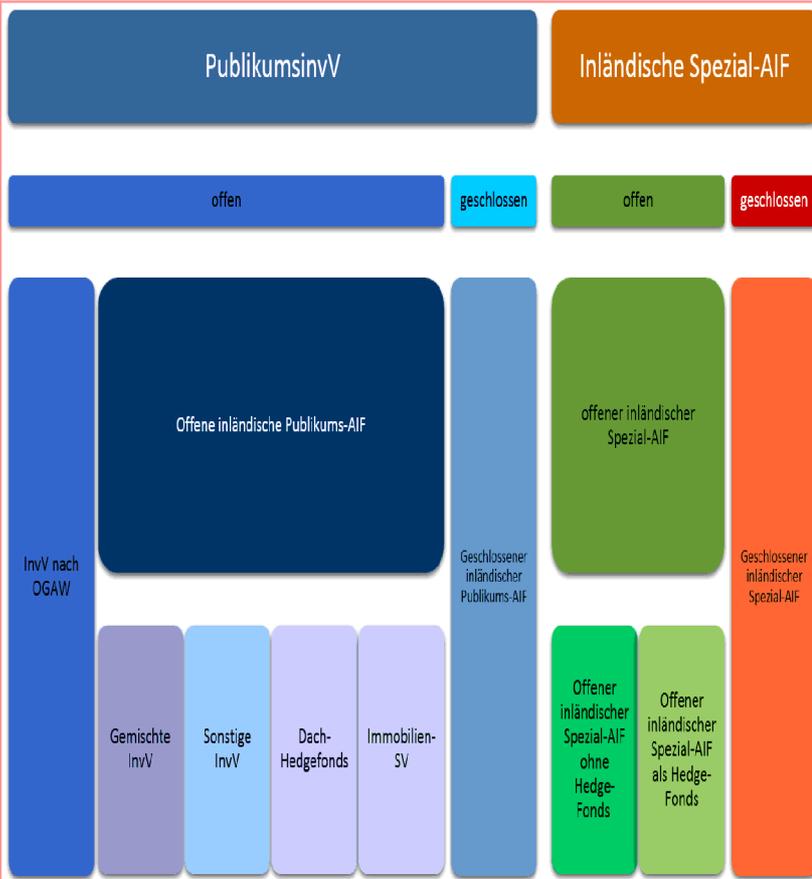
Regulierte Fonds sind grundsätzlich plausibel
Alte, unregulierte Welt: Der Berater/Vermittler hat die auf die Zukunft gerichteten Aussagen zum Beteiligungserfolg mit einer Plausibilitätsprüfung zu unterlegen und zwar für den gesamten Beteiligungsverlauf. "Die Nachsorgepflicht muss erfüllt werden," so Dr. Frank Zingel im Rahmen seines Vortrags "Das Pflichtprogramm für Vertriebspartner nach WpHG und FinAnl-VermVO" 2013. Herr Dr. Zingel hatte maßgeblich bei der Gestaltung der MiFid mitgewirkt (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Stärkung des Anlagerschutzes, z. B. Offenlegung ob Provisions- oder Honorarberatung). Im Zweifel muss der Vermittler

Vorsorgen	Erkennen	Reagieren
"Tone from the top & Tone at all levels"		
Compliance-Organisation		
<ul style="list-style-type: none"> Schulung Richtlinien und Verfahren Interne und externe Kommunikation des Programms Check der Geschäftspartner 	<ul style="list-style-type: none"> Durchsprache von Compliance-Risiken mit Gegenmaßnahmen Compliance-Prüfung/Revision Compliance-Prozesskontrollen 	<ul style="list-style-type: none"> Beurteilung und Sanktionieren von Fehlverhalten Unternehmensweite Fallverfolgung Schließen von Schwachstellen der Kontrolle
Compliance-Notruf und -Beratung		
<ul style="list-style-type: none"> Integration in die Personalprozesse 	<ul style="list-style-type: none"> Erfassen neuer Anforderungen an das Compliance-Programm 	

Compliance bedeutet nicht nur Rechtskonformität, sondern auch die Einhaltung ethischer Standards. Eine Compliance-Organisation fußt daher auf einer Unternehmenskultur. Quelle: CMS

2.800 Rechts- und Steuerberater von CMS Hasche Sigle (davon 600 in Deutschland) in 56 internationalen Büros sind im Publicity 7 insbesondere als Compliance-Manager und Gutachter beauftragt.

CHECK - ANALYSE



Das geschlossene inländische Publikums-AIF macht nur einen Bruchteil des KAGB aus. Dennoch ist es dasjenige Investitionsvehikel, das fast die größte Investmentbandbreite aufweist, allerdings unter strenger Kontrolle der Anlagebedingungen.

z.B. ein möglicherweise erforderliches Sanierungskonzept erklären können. Diese Aufgabe fällt in der regulierten Welt pflichtgemäß der KVG zu und wird von der Verwahrstelle überprüft. Die Verwahrstelle kann für das Krisenmanagement u. U. ein externes Management beauftragen (auch das wird durch die BaFin kontrolliert!). Die Plausibilitätsprüfung wird durch die Erfüllung der Dokumentationspflichten (KVG; Verwahrstelle, Kontrolle durch die BaFin) deutlich erleichtert.

Plausibilitätsprüfung - Haftung
 Von erheblicher Erleichterung für die vermittlerseitig erforderliche Plausibilitätsprüfung des AIF-Produkts (Vorgabe § 34 f, Gewerbeordnung) sind die KAGB-Vorgaben für KVG und Verwahrstelle. Denn welche Kriterien auf Plausibilität zu prüfen sind, gibt u. a. die BaFin in ihren Regularien (teilweise) vor und zwar der Verwahrstelle und der KVG: "Bewertet die Verwahrstelle einen OGAW (= Asset) unter Mitwirkung der Kapitalverwaltungsgesellschaft, hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft die von der Verwahrstelle ermittelten Wertansätze für Vermögensgegenstände in geeigneter Weise auf Plausibilität zu prüfen und darauf hinzuwirken, dass Auffälligkeiten geklärt

davon ausgehen, dass nach seiner eigenen, anfänglichen Plausibilitätsprüfung professionelle Unterstützung während der AIF-Laufzeit für das regelmäßige Reporting zu erwarten ist. Vor allem z. B. bei der Berechnung des für die Bestimmung des Nettoinventarwertes notwendig zu ermittelnden Verkehrswertes bei Immobilien-AIFs:

Flexibler Plausibilitätsbegriff
 Demnach ist der "Verkehrswert durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft oder durch die Verwahrstelle oder durch einen externen Bewerter auf Plausibilität zu prüfen. Die Plausibilitätsprüfung ist zu dokumentieren. Diese Prüfung kann durch einen Vergleich mit einer zweiten, verlässlichen und aktuellen Preisquelle, einen Vergleich des Wertes mit einer eigenen modellgestützten Bewertung oder durch andere geeignete Verfahren erfolgen." (§ 28, Satz 1 KARBV). Sollte z.B. das reine Ertragswertverfahren für die Bewertung nicht ausreichen, um z. B. eine Immobilie in einem Gewerbegebiet mit infrastrukturellen Veränderungen zu taxieren, ist möglicherweise ein weiteres Verfahren hinzuzuziehen: Dazu das KARBV:

"Zur Plausibilisierung können auch an-

werden. Sie hat nachvollziehbar zu dokumentieren, dass sie ihre Mitwirkungspflicht wahrnimmt. Die Verwahrstelle ist dabei der Kapitalverwaltungsgesellschaft gegenüber verpflichtet, Auskunft über Einzelheiten der Bewertung des Investmentvermögens zu erteilen." Damit kann der Vermittler

der am jeweiligen Immobilienmarkt anerkannte Bewertungsverfahren herangezogen werden, wenn dies für eine sachgerechte Bewertung der Immobilie nach Auffassung des Bewerbers erforderlich oder zweckmäßig erscheint." (§ 30, Absatz 1).

Kundeneignung

Nach sachgerechter Bewertung der vorgeschriebenen Art darf von einer professionellen Plausibilitätsprüfung ausgegangen werden. Der Berater/Vermittler kann auf dieser Basis eine Einschätzung vornehmen, welche Risiken der Kunde mit dieser bestimmten Kapitalanlage eingeht. Das wird ihm durch das KAGB leicht gemacht. Denn nun kann er sich darauf verlassen, dass das AIF, das er vermittelt, in sich geprüft ist und laufend kontrolliert wird. Der Vermittler kann sich auf die Risikoneigung des Kunden konzentrieren und muss das regulierte Produkt nicht auf die Einhaltung der Regulierung gesondert prüfen (darauf konnte er sich bisher nicht verlassen).

Geschäftsmodell verstanden - Risiken verstanden

Wenn der Kunde signalisiert, dass er das Geschäftsmodell verstanden hat, an dem er sich beteiligt, kann er sich auch ein Bild von den Risiken machen. Laut Dr. Zingel gilt der Grundsatz, dass ein beraterbedürftiges Produkt (und das ist jeder geschlossene Fonds) mit dem Kunden nicht in Verbindung gebracht werden darf (auch wenn er dies will), wenn dieser die Beratung abgelehnt oder die Vergewisserung, "Geschäftsmodell verstanden", nur unvollständig durchgeführt werden kann. Doch mit dem regulierten AIF wird es auf jeden Fall leichter, das Geschäftsmodell plausibel zu erklären. Denn nun ist die Ungewissheit "abgehakt", dass die aus den Unterlagen entnommenen Features falsch, unvollständig, beschönigt, unprofessionell oder unkontrolliert an den Kunden gelangen (und sich der Vermittler zurechnen lassen muss, die Hintergründe nicht hinreichend geprüft zu haben!). Pauschal gilt: hat der Kunde das Geschäftsmodell verstanden, kann er auch die Risiken verstehen. Spricht man mit ihm gründlich das Geschäftsmodell durch, muss er zwangsläufig die Risiken zur Kenntnis nehmen.

Details zum aktuellen Geschäftsmodell

Zum Hintergrund des publicly 7-Geschäftsmodells wird die in Kürze fol-

CHECK - ANALYSE

KAGB

Direkte und Indirekte Vermögensanlage

Direkte Vermögensanlage

Klassische Assets

Alternative Assets

*** Sachwerte ***

*** Immobilien ***

*** Unternehmensbeteiligungen ***

*** Sonstiges ***

Indirekte (Fund-of-Funds) Vermögensanlage

Publikumsinvestmentsvermögen	Offene Publikums-InwV	OGAW-InwV	Offene inländ. Publikums-AIF	Gemischte InwV	Sonstige InwV	Dach-Hedgefonds	Immobilien-SV	Geschlossene inländ. Publikums-A	Inländische Spezial-AIF	offene inländ. Spezial-AIF	ohne Hedgefonds	Hedgefonds	geschlossene inländ. Spezial-AIF
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Diese Grafik von Jörn Densing "JODECON" zeigt, in welche Assetklassen ein Investmenvermögen nach KAGB investieren darf. Z. B. dürfen nur Publikums AIF und Spezial AIF in direkte Unternehmensbeteiligungen investieren Die größte Bandbreite weisen die geschlossenen Spezial AIF auf.

gende CHECK-Analyse zum Fonds 7 den Opportunity-Charakter der Investmentstrategie analysieren und bewerten. Dabei wird - in Abgrenzung zu den "klassischen" Immobilienfonds ("Halten und Verwalten") - deutlich, dass der Ansatz "Manage to Core" das aktuelle pubilty-Geschäftsmodell besser beschreibt. Der rein auf EK basierte AIF pubilty 7 zielt - wie die gehebelten US-Produkte - auf die Verbesserung der Risikoklasse der Immobilie und führt damit zu einem höheren Verkehrswert. Diese Investitionsmodelle werden von Investoren wie Cohen & Steers, Blackstone und Goldman Sachs seit Jahren erfolgreich mit hohen Renditen erfolgreich platziert.

Order und Produktabschluss müssen zusammen passen

Sollte der Inhalt des Beratungsgesprächs nicht zur Order passen, weil "doch das Alternativprodukt gezeichnet wurde", muss das Beratungsgespräch angepasst werden. Das Beratungsgespräch muss die Geschäftsbahnung schlüssig wiedergeben. Bei der Vermittlung des AIF ist das Risiko der "Kannibalisierung" gegenüber anderen Produkten gering, wenn von vorn herein klar ist, dass die Sicher-

heitsfeatures eines AIF mit keinem anderen am Markt angebotenen Produkt vergleichbar sind. Daher hat der AIF gegenüber Altfonds einen Positionsvorteil.

Verantwortung für werbliche Aussagen

Wenn bei werblichen Aussagen die Chancen hervorgehoben werden, müssen auch die Risiken angemessen und sachgerecht angesprochen werden. Das wird mit der korrekten Erklärung des Geschäftsmodells geleistet (siehe dazu die in Kürze erscheinende CHECK-Analyse zum pubilty 7). Wenn das vermittelnde Institut (Vertrieb) die Werbeaussagen erkennbar selbst verfasst, so müssen diese mit dem Initiator abgestimmt sein. Denn dieser muss sich diese zurechnen lassen und letztlich durch die BaFin genehmigen lassen. Vertriebe können sich daher in der Regel darauf verlassen, dass Sie ausgewogen gewichtete Unterlagen verwenden. Denn der Initiator muss (auch) für die Ausgewogenheit der Aussagen Dritter sorgen.

Resümee persönliche Integrität und Performance:

Der pubilty-Initiator ist "weiß". Alle Ver-

suche, seine Reputation zu untergraben, sind gescheitert. Die Würdigung der persönlichen Historie zeigt: er ist in mehrfacher Hinsicht gerichtsfest. 10 Jahre Forderungsverwertung mit einem eingespielten Team an engagierten Anwälten haben ihn gelehrt, wie mit den "Profischuldnern" effizient und sozialverträglich verfahren werden kann (siehe dazu die soziologisch und sozialpsychologisch einschlägige, wissenschaftliche Analyse von Thomas Olek, "Bearbeitung von großvolumigen unbesicherten Forderungen" in: "Grundlagen des NPL-Geschäfts", Frankfurter School Verlag, Juni 2013). Testierte Jahresabschlüsse sind bei pubilty selbstverständliche Gepflogenheit. Sie weisen für die Muttergesellschaft pubilty AG in den letzten Jahren kontinuierlich jährliche Bilanzgewinne zwischen EUR 2 bis 3 Mio. aus. Die Fonds zahlen bisher plangemäß und/oder vorzeitig und/oder überplanmäßig aus. Ein Fonds wurde mit über 11 % p. a. (IRR) abgeschlossen. Die Transparenz (auch die der ausführlichen Geschäftsberichte) ist vorbildlich und das aktuelle Geschäftsmodell (Verwertung von Immobilien aus uneinbringlichen Bankfinanzierungen ist bisher unzweifelhaft nachhaltig tragfähig gewesen (siehe dazu die in Kürze folgende CHECK-Analyse).

Klassenziel erreicht

Die KAGB-Konformität ist von pubilty nicht nur modellhaft theoretisch erfüllt, sondern für ein konkretes AIF intelligent professionell umgesetzt worden. Die Verzahnung mit einer externen und in der Mittelverwendungskontrolle erfahrenen Verwahrstelle mit weitreichenden Kontroll- und Entscheidungskompetenzen inkl. Einbindung externer Bewerter mit internationalem Renomee, die zielgenaue Umsetzung des Risiko- und Compliancemanagements in der pubilty-KVG mit erwiesenermaßen bankerprobten Managern sowie eine konservativ solide gerechnete Prospektprognose auf Basis eines nachvollziehbaren, plausiblen Geschäftsmodells haben die BaFin überzeugt.

Sie wird bei allen wesentlichen Entscheidungen des KVG-Managements, zusammen mit der Verwahrstelle "mit im Boot" sein. Ein Glücksfall für den Vertrieb, der seine Bringschuld gegenüber dem Anleger (Plausibilität, Reporting) auf einer abschließend belastbaren Produktprüfung aufbauen kann.