

Konzeption einer finanzwirtschaftlichen Bewertungssystematik für geschlossene Fonds in Verkaufsprospekten und Leistungsnachweisen

Michael Hertel und Robin Zorzi*

Zusammenfassung

Die jüngste aus der nationalen Umsetzung der Alternativen Investment Fondsmanager-Richtlinie (AIFM-Richtlinie) der Europäischen Union in Deutschland hervorgehende Kapitalmarktregulierung sieht neue Informationspflichten für geschlossene Publikumsfonds vor. Allerdings erlauben diese aufgrund fehlender Operationalisierungsvorgaben nur bedingt eine transparente, verständliche und standardisierte Aufbereitung finanzwirtschaftlicher Informationen für private Investoren. Der vorliegende Beitrag stellt unter Berücksichtigung der neuen Publizitätsvorgaben des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) bzw. geplanter Vorgaben des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) sowie bestehender finanzwirtschaftlicher Methoden eine Bewertungssystematik für geschlossene Publikumsfonds vor, die zu mehr Produkttransparenz und einer besseren Vergleichbarkeit führen kann. Die Anwendung der vorgeschlagenen Bewertungssystematik wird hierbei unter Zugrundelegung realer Fondsdaten aufgezeigt.

* Dipl. iur. oec. univ. Michael Hertel, Kernkompetenzzentrum Finanz- & Informationsmanagement, Universität Augsburg, Universitätsstraße 12, 86159 Augsburg. michael.hertel@fim-rc.de.

Dr. rer. pol. Robin Zorzi, Alumnus Kernkompetenzzentrum Finanz- & Informationsmanagement, Universität Augsburg, Universitätsstraße 12, 86159 Augsburg. robin.zorzi@fim-rc.de.

Unser besonderer Dank gilt Herrn Prof. Dr. Hans Ulrich Buhl, Herrn Prof. Dr. Andreas Rathgeber, Herrn Prof. Dr. Stefan Stöckl sowie einem anonymen Gutachter für die wertvollen Anregungen. Ferner bedanken wir uns bei der KGAL GmbH & Co. KG für die Bereitstellung der verwendeten Datenbasis. Der vorliegende Beitrag beinhaltet eine Weiterentwicklung der Ergebnisse eines mit der KGAL GmbH & Co. KG und weiteren Praxispartnern des Kernkompetenzzentrum FIM durchgeführten anwendungsorientierten Forschungsprojekts.

Development of a Valuation System for Closed-Ended Alternative Investment Funds in Sales Prospectuses and Performance Reports

Abstract

The recent implementation of the European Alternative Investment Funds Managers Directive (AIFMD) into German law contains new information regulations for closed-ended alternative investment funds (AIF) in order to protect private investors. However, they hardly address a comprehensive presentation of financial product information due to the existing lack of operationalizing standards. Considering the new regulation of the German Capital Investment Statute Book (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB) and future standards of the German Institute of Auditors (IDW), this paper suggests a new valuation system for closed-ended AIFs for private investors based on cash flows and well-established finance methods. Thereby, the objective is to accomplish a higher level of product transparency and comparability. Using a data sample of real closed-ended AIFs, standards for the design of the financial information that has to be published to capital markets by emission houses are provided.

Keywords: capital market regulation, closed-ended alternative investment funds, investor information, financial valuation system

JEL Classification: M48, G23, G32

I. Einleitung

Mit der EU-Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie)¹ und deren Umsetzung zum 22.07.2013 durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)² sind erstmals umfangreiche Regulierungsvorschriften für geschlossene Fonds, welche seitdem als alternative Investmentfonds (AIF) bezeichnet werden, entstanden. Als AIF werden gemäß § 1 KAGB neben geschlossenen Fonds auch regulierte offene Investmentfonds³, die unter der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) stehen, definiert. Um den unter-

¹ Vgl. Europäische Union (2011). Die AIFM-RL wurde am 11.11.2010 durch das EU-Parlament verabschiedet.

² Vgl. Deutsche Bundesregierung (2013). Das KAGB ist wesentlicher Bestandteil des AIFM-Umsetzungsgesetzes (AIFM-UmsG), welches am 16.05.2013 durch den Deutschen Bundestag verabschiedet und am 07.06.2013 durch den Deutschen Bundesrat bestätigt wurde.

³ Offene Investmentvermögen in Form von sog. Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), welche bspw. in Aktien oder Anleihen investieren, sind gemäß § 1 (3) und (4) KAGB keine AIF.

schiedlichen Schutzbedürfnissen von Finanzmarktteilnehmern gerecht zu werden, erfolgt eine regulatorische Differenzierung in Spezial-AIF, die sich an professionelle oder semi-professionelle Anleger richten, und Publikums-AIF mit unbeschränktem Investorenkreis.⁴ Daher umfassen die Regulierungsvorschriften für geschlossene Publikums-AIF⁵ neben der Reglementierung des Produktdesigns⁶ und der Rechnungslegung⁷ insbesondere neue Informationspflichten zum Schutze nicht-professioneller Investoren, im Folgenden als Privatinvestoren bezeichnet. Diese Informationspflichten beinhalten nach §§ 268 ff. KAGB vor allem eine transparente und verständliche Informationsaufbereitung, damit sich Privatinvestoren ein begründetes Urteil über die Kapitalanlage bilden können.

Empirische Untersuchungen weisen darauf hin, dass die transparente und verständliche Aufbereitung von Kapitalmarktinformationen für Privatinvestoren von hoher Relevanz ist.⁸ Dahinter steht die Tatsache, dass die Informationsbeschaffungskosten des genannten Kundensegments im Gegensatz zu professionellen Investoren bezogen auf die eingesetzten Kapitalbeträge vergleichsweise hoch sind.⁹ Insofern haben Privatinvestoren auch bei Unterstellung vermögensbedingter Erfahrungswerte bei der Bewertung von Kapitalanlagen ein großes Interesse an einer transparenten Produktdarstellung.¹⁰ Versucht man den Begriff der Produkt-

⁴ Als Publikums-AIF werden nach dem KAGB alle Fonds bezeichnet, deren Investorenkreis sich im Gegensatz zu Spezial-AIF nicht auf Investoren beschränkt, die besondere (nachzuweisende) Erfahrungen/Kenntnisse mit vergleichbaren Investitionen aufweisen. Letztere werden auch als (semi-)professionelle Investoren bezeichnet, sofern deren Investitionsvolumen mindestens 200 TEUR beträgt, vgl. §§ 1 (6) und (19), 31–33 KAGB i.V.m. Europäische Union (2004), Anhang II, Abschnitt I. Darunter fallen auch institutionelle Investoren.

⁵ Geschlossene Publikums-AIF bzw. -fonds werden nachfolgend aus Vereinfachungsgründen als geschlossene Fonds bezeichnet.

⁶ Vgl. *Zetzsche* (2013); *Wallach* (2014).

⁷ Vgl. *Bielenberg/Schmuhl* (2014).

⁸ So sind nach einer Studie der Universität Leipzig weniger als die Hälfte der Privatinvestoren mit den von Unternehmen bereitgestellten Kapitalmarktinformationen zufrieden, vgl. *Zerfaß* (2012). Ferner assoziieren Privatinvestoren eine nicht zufriedenstellende Performance ihres privaten Portfolios unter anderem auch mit einer mangelnden Informationsbereitstellung, vgl. *Glaser/Weber* (2007).

⁹ Vgl. *Vissing-Jorgenson* (2002).

¹⁰ Eine Untersuchung im Direktbanking zeigt, dass Privatinvestoren trotz gegebener hoher Affinität durchschnittlich nur eineinhalb Stunden pro Monat für das private Finanzmanagement aufweisen. Als möglicher Erklärungsgrund hierfür wird ein unzureichendes Reporting der Anbieter von Kapitalanlagen genannt, vgl. *Giese* (2004). Ferner zeigt eine weitere Studie im Online-Brokerage auf, dass die Handelsaktivität von Privatinvestoren, die über kostenlose Kapitalmarktinforma-

transparenz zu konkretisieren, so beinhaltet dies insbesondere eine ausgewogene Produktbeschreibung, welche Aufschluss über das Chancen-/Risikoprofil der Kapitalanlage aus Privatinvestorensicht, die Angemessenheit der Kostenbelastung und eine fortlaufende Leistungsbewertung erlaubt.¹¹ Ebenso von Relevanz sind aus Privatinvestorensicht die Vergleichsmöglichkeit der betrachteten Kapitalanlage mit Referenz- bzw. Alternativenanlagen sowie die Objektivierung der bereitgestellten Informationen, bspw. anhand einer Zertifizierung durch unabhängige Prüfinstanzen.¹²

Die gesetzlichen Vorschriften des KAGB geben allerdings lediglich vor, welche Informationen in Verkaufsprospekten und den dazugehörigen Kurzdarstellungen, den sog. wesentlichen Anlegerinformationen, aufzunehmen sind, ohne diese Anforderungen zu spezifizieren. Auch auf dem KAGB aufbauende Standards wie die Entwürfe des Instituts der Wirtschaftsprüfer e. V. (IDW) für die Gestaltung von Verkaufsprospekten nach IDW ES4 neue Fassung¹³ (n.F.) und für die Gestaltung von Leistungsnachweisen nach IDW EPS 902¹⁴ ermöglichen nur eingeschränkt eine standardisierte Vorgehensweise bei der Ermittlung und Bereitstellung von ausgewogenen Produktbeschreibungen. Insofern existieren nach wie vor wesentliche Gestaltungsspielräume für die Darstellung von Chancen-/Risikoprofilen in Verkaufsprospekten sowie bei der fortlaufenden Leistungsbewertung geschlossener Fonds. Das Problem der mangelnden Vergleichbarkeit von Anlagealternativen kann somit nur bedingt durch die alleinige Anwendung der KAGB- bzw. der IDW-Vorgaben adressiert werden. Die Erfüllung der empirisch belegbaren Transparenzanforderungen und damit die Senkung der Informationsbeschaffungskosten aus Privatinvestorensicht sind folglich bislang nur unzureichend operationalisiert.

Zielsetzung des vorliegenden Beitrags ist es daher, ergänzende Vorgaben für eine finanzwirtschaftliche Bewertungssystematik (VBS) vorzustellen, welche die fehlende Operationalisierung der Informationspflichten des KAGB und des IDW für geschlossene Fonds adressieren, damit

tionen verfügen, signifikant höher liegt als bei Privatinvestoren, die über keine (kostenlos bereitgestellten) Kapitalmarktinformationen verfügen, vgl. *Gerhardt/Meyer* (2013).

¹¹ Vgl. *Wallmeier* (2012).

¹² Vgl. *Gerhardt/Meyer* (2013).

¹³ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2013b).

¹⁴ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2012).

eine bessere Produkttransparenz aus Privatinvestorensicht erzielt werden kann. Damit soll insbesondere eine standardisierte Darstellung der Chancen und Risiken und somit eine bessere Vergleichbarkeit zwischen unterschiedlichen geschlossenen Fonds sowie eine fortlaufende Leistungsbewertung gewährleistet werden.¹⁵ Bei den VBS kommen bestehende finanzwirtschaftliche Methoden wie wertgewichtete Renditekennzahlen, barwertige Rückflusskennzahlen, Sensitivitäts- und Abweichungsanalysen zum Einsatz. Grundsätzlich erfolgt hierbei eine Orientierung an den Vorgaben des IDW ES4 n.F. bzw. des IDW EPS 902, wobei die nach den VBS darzustellenden finanzwirtschaftlichen Informationen deutlich detaillierter gestaltet sind. Zusätzlich sehen die VBS die Einführung bisher nicht existierender Ad-hoc-Publizitätspflichten für geschlossene Fonds vor, um Privatinvestoren unabhängig von Berichtszeitpunkten über bewertungsrelevante Tatsachen zu informieren.¹⁶

Der Beitrag gliedert sich wie folgt: In Kapitel II. wird zunächst auf die spezifischen Produktmerkmale geschlossener Fonds in Abgrenzung zu offenen Fonds eingegangen, um Anforderungen an eine finanzwirtschaftliche Bewertung zu identifizieren. Dabei erfolgt eine Auswertung der gesetzlichen Informationspflichten des KAGB sowie der Vorgaben des IDW ES4 n.F. bzw. des IDW EPS 902, um die Erweiterungen der VBS hervorheben zu können. In Kapitel III. werden die VBS vorgestellt. Zur Veranschaulichung werden dabei reale Fondsdaten zugrunde gelegt. Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung und einem Ausblick.

II. Bewertungsanforderungen

Bei geschlossenen Fonds handelt es sich um individuell gestaltete unternehmerische Beteiligungen. Anders als bei offenen Fonds ist in der Regel keine Börsennotierung gegeben und der Investorenkreis beschränkt, woraus sich Restriktionen bei der Handelbarkeit der Fondsanteile erge-

¹⁵ Aufgrund der spezifischen Produktmerkmale geschlossener Fonds und der gegebenen langen Laufzeiten können bei Verwendung finanzwirtschaftlicher Kennzahlen Direktvergleiche zu alternativen Kapitalanlagen nicht uneingeschränkt bzw. ohne Interpretationshilfen gezogen werden.

¹⁶ Die AIFM-RL und das KAGB enthalten keine Regelungen bzgl. Ad-hoc-Meldungen bei geschlossenen Fonds. Allerdings schlägt die Bundesregierung im sog. Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern vom 22.05.2014 die Einführung einer Ad-hoc-Publizitätspflicht für risikoreiche Vermögensanlagen vor, weshalb die VBS Ad-hoc-Mitteilungen berücksichtigen, vgl. Bundesministerium der Finanzen (2014).

ben.¹⁷ So werden Anteile an geschlossenen Fonds regelmäßig bis zum Ende der meist mehrjährigen Laufzeit gehalten und sind selten täglich handelbar wie bei offenen Fonds. Ferner ist bei geschlossenen Fonds meist ein Mindestinvestitionsvolumen gegeben, so dass sich diese oftmals an vermögendere Privatinvestoren richten.¹⁸ Privatinvestoren kommt dabei eine Mitunternehmerrolle zu, das heißt sie haften in der Höhe ihrer Kapitaleinlage.¹⁹ Geschlossene Fonds investieren langfristig überwiegend in Sachwerte, wie zum Beispiel Immobilien, erneuerbare Energien²⁰, Schiffe, Flugzeuge, Private Equity etc., wobei der Diversifizierungsgrad im Vergleich zu offenen Fonds deutlich geringer ist.²¹ Hohe Fremdkapitalquoten sind keine Seltenheit.²² Die Kostenbelastung bezogen auf das investierte Kapital ist zudem aufgrund der aufwändigeren Eigenkapitalbeschaffung höher als bei offenen Fonds.²³ Steuerlich führen geschlosse-

¹⁷ So betragen die Zweitmarktumsätze geschlossener Fonds 2013 insgesamt 0,186 Mrd. EUR (bei einem Eigenkapitalbestandsvolumen von 100 Mrd. EUR), wohingegen im Vergleich der Umsatz mit Aktien auf der elektronischen Handelsplattform Xetra der Deutschen Börse AG im gleichen Zeitraum bei 935 Mrd. EUR (bei einer Marktkapitalisierung von 1.405 Mrd. EUR) liegt, vgl. bsi (2013), S. 25 und 57; Deutsche Börse AG (2013).

¹⁸ Für Publikumsfonds existieren keine gesetzlichen Mindestinvestitionsvolumen, es sei denn, die Vorgaben des § 262 KAGB nach einer Risikomischung sind nicht erfüllt. Dann besteht ein Mindestinvestitionsvolumen von 20 TEUR, und Privatinvestoren müssen sich zusätzlich als semi-professionelle Investoren qualifizieren (vgl. Fußnote 4). Betrachtet man den Markt an geschlossenen Fonds, so sind hingegen Mindestinvestitionsvolumen von circa 5 TEUR üblich, vgl. *Klug/Schrah* (2001, S. 1053).

¹⁹ Sofern die Rückflüsse des Fonds an die Investoren Tilgungsanteile des investierten Kapitals enthalten, kann es zu einem Wiederaufleben der Haftung im Insolvenzfall nach §§ 171, 172 (4) HGB kommen.

²⁰ Geschlossene Fonds investieren hier insbesondere in die Energieerzeugung aus erneuerbaren Energiequellen wie zum Beispiel Windkraft, Solarthermie, Photovoltaik, Biomasse und Geothermie.

²¹ Unter Berücksichtigung des Grundsatzes der Risikomischung nach § 262 KAGB haben geschlossene Fonds mindestens in drei Sachwerte zu investieren bzw. anderweitig eine Diversifizierung zu gewährleisten. Die Portfoliostruktur offener Fonds weist in der Regel eine deutlich höhere Anzahl an Einzelinvestitionstitel auf.

²² Vgl. Verband geschlossene Fonds e.V. (2012), S. 12f. Nach § 263 (1) KAGB sind zukünftig für Publikumsfonds Fremdkapitalquoten bis maximal 60 % erlaubt.

²³ Die einmalige Kostenbelastung (Weichkosten) liegt bei offenen Fonds circa bei 5 % bis 10 % und bei geschlossenen Fonds circa bei 10 % bis 35 % des Investitionsvolumens. Hinzu kommen laufende Verwaltungsgebühren bzw. Depotbankgebühren, vgl. Scope Corporation AG (2013). Die genannten Kosten sind nach §§ 165 (3), 269 (1) KAGB auszuweisen.

ne Fonds auf Seiten der Investoren zu Einkünften aus Gewerbebetrieben oder aus Vermietung und Verpachtung, wohingegen offene Fonds Einkünfte aus Kapitalvermögen generieren.²⁴ Die Unterschiede zwischen geschlossenen und offenen Fonds sind in Tabelle 1 zusammengefasst:²⁵

Tabelle 1
Abgrenzung offener versus geschlossener Fonds

<i>Kriterium</i>	<i>Offener Fonds</i>	<i>Geschlossener Fonds</i>
<i>Börsennotierung</i>	Ja	Nein
<i>Investorenanzahl</i>	Grundsätzlich unbegrenzt	Begrenzt durch Investitionsvolumen des Fonds
<i>Mindestinvestitionsvolumen</i>	Ab ca. 100 EUR (zzgl. Kosten)	Ab ca. 5.000 EUR (zzgl. Kosten)
<i>Investitionskategorien</i>	Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe, Immobilien etc.	Sachwerte (Immobilien, Schiffe, Flugzeuge), Private Equity etc.
<i>Diversifizierungsgrad</i>	Hoch	Niedrig
<i>Kostenbelastung</i>	Ausgabeaufschlag, laufende Depotbank- und Verwaltungsgebühren	Ausgabeaufschlag, Kapitalbereitstellungsprovisionen, laufende Verwaltungsgebühren
<i>Steuerliche Behandlung</i>	Einkünfte aus Kapitalvermögen	Einkünfte aus Gewerbebetrieb/Vermietung und Verpachtung

Aus der fehlenden Börsennotierung ergibt sich, dass Marktpreise und damit Wertbestimmungen sowie Leistungsbewertungen für geschlossene Fonds nur schwierig ermittelbar sind. Eine Möglichkeit der Bestimmung von Marktpreisen ergibt sich unter Anwendung von gängigen Methoden der Unternehmensbewertung.²⁶ Um jedoch eine durchgehende Vergleich-

²⁴ Ausschließlich steuergetriebene Beteiligungsmodelle existieren durch die Vorgaben zur Begrenzung der Verlustverrechnung seit der Einführung des § 15b EStG in der Regel nicht mehr.

²⁵ Für einen Überblick vgl. *Perridon et al. (2012)*, S. 304 ff.; *Lüdicke/Arndt (2013)*.

²⁶ Im Rahmen der investmentrechtlichen Rechnungslegung geschlossener Fonds soll daher gemäß §§ 271, 272 KAGB i.V.m. §§ 26 ff. KARBV die Bewertung des In-

barkeit unterschiedlicher geschlossener Fonds gewährleisten zu können, bedarf es einer einheitlichen Vorgehensweise bei der Bestimmung der (zahlungsorientierten) Stromgrößen sowie darauf aufbauender finanzwirtschaftlicher Kennzahlen und Analysen.

Betrachtet man die gegebenen Informationspflichten, so sind diese Voraussetzungen nur sehr eingeschränkt erfüllt: Die Vorgaben des KAGB konzentrieren sich im Wesentlichen auf in Verkaufsprospekten anzugebende (rechtliche) Informationen, ohne diese zu verknüpfen oder zu verdichten. Einen Schritt weiter gehen die vom IDW herausgegebenen Mindestanforderungen für die Gestaltung von Verkaufsprospekten und Leistungsnachweisen: So formuliert der IDW ES4 n.F. Anforderungen über aufzuführende Wirtschaftlichkeitsprognosen und zu verwendende finanzwirtschaftliche Kennzahlen in Verkaufsprospekten. Diese umfassen die Darstellung einer sog. Mittelverwendungsrechnung (Aufschlüsselung der Investitionsauszahlungen und Finanzierungszahlungen), einer Kapitalrückflussrechnung (Stromgrößen aus Privatinvestorensicht), einer Sensitivitätsanalyse sowie grundlegende Anforderungen für den fakultativen Ausweis von finanzwirtschaftlichen Kennzahlen wie Renditen oder Barwerte.²⁷ Für Leistungsnachweise formuliert der IDW EPS 902 die Strukturierung einer Kapitalrückflussrechnung unter Berücksichtigung von periodischen Soll-Ist-Stromgrößen (Soll²⁸-Ist-Vergleiche).²⁹

Die IDW-Standards enthalten allerdings nur grobe Mindestanforderungen bezogen auf die Darstellung finanzwirtschaftlicher Informationen mit der Folge, dass eine homogene Informationsbereitstellung in Verkaufsprospekten und Leistungsnachweisen nicht gewährleistet ist. Insbesondere nicht enthalten sind verbindliche Vorgaben für die Berechnung und den Ausweis finanzwirtschaftlicher Kennzahlen. Es ist somit für einen Privatinvestor auch bei zu erwartenden Erfahrungsgraden bei der Kapitalanlage und entsprechender Eigenverantwortung nur schwierig möglich, unter Berücksichtigung der genannten komplexen Produktstrukturen ver-

vestmentanlagevermögens anhand des Verkehrswerts erfolgen, der sich „bei sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten“ ergibt.

²⁷ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2013a).

²⁸ Bei Soll-Werten handelt es sich um Prognosewerte der Verkaufsprospekte und nicht um beschäftigungsabhängige Soll-Werte, wie sie in einer flexiblen Plankostenrechnung als Teil der betrieblichen Kosten- und Leistungsrechnung vorkommen, vgl. *Schweitzer/Küpper* (2008).

²⁹ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2012).

gleichende Bewertungen vorzunehmen.³⁰ Die nachfolgend vorgestellten VBS versuchen diese Operationalisierungslücke zu schließen.

III. Bewertungssystematik

Die Bewertungssystematik der VBS basiert auf wertgewichteten Renditekennzahlen, barwertigen Rückflusskennzahlen sowie Sensitivitäts- und Abweichungsanalysen. In diesem Kapitel stehen deren methodische Vorgaben sowie die Darstellung der Bewertungsaussagen für Privatinvestoren im Vordergrund. Die VBS bauen auf den Bestimmungen des IDW ES4 n.F. bzw. des IDW EPS 902 auf und ergänzen diese. Ferner werden die einschlägigen Vorgaben des KAGB berücksichtigt. Die Weiterentwicklung der VBS gegenüber den IDW-Standards ist in Tabelle 2 zusammengefasst:

Tabelle 2
Vergleich IDW-Vorgaben und VBS

<i>Verkaufsprospekte (ex ante Bewertung)</i>	<i>IDW ES4 n. F., Anlage</i>	<i>Vorgaben finanzwirtschaftliche Bewertungssystematik (VBS)</i>
Mittelverwendungsrechnung	Gliederungsvorgaben der Investitions- und Finanzierungszahlungen während der Investitionsphase (vgl. Abschnitt 8.2)	–
Kapitalrückflussrechnung (Soll-Zahlenbasis) und Kennzahlen	Gliederungsvorgaben für Prognose zahlungsorientierter Stromgrößen während der Nutzungsphase (vgl. Abschnitt 8.3–8.5)	– Systematik für Darstellung prognostizierter zahlungsorientierter Stromgrößen während der Investitions-/Nutzungsphase – Methodische Vorgaben zur Berechnung von wertgewichteten Renditen und barwertigen Rückflüssen

(Fortsetzung nächste Seite)

³⁰ Die Nichtexistenz von Vorgaben zu finanzwirtschaftlichen Kennzahlen bzw. die vom IDW genannten Einschränkungen zur Verwendung von Renditekennzahlen (vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2006), Anlage 1, S. 6)

Tabelle 2 (Fortsetzung)

<i>Verkaufsprospekte (ex ante Bewertung)</i>	<i>IDW ES4 n. F., Anlage</i>	<i>Vorgaben finanzwirtschaftliche Bewertungssystematik (VBS)</i>
Sensitivitätsanalysen	Gliederungsvorgaben für ceteris-paribus-Analysen (vgl. Abschnitt 8.6)	<ul style="list-style-type: none"> – Methodische Vorgaben für Erstellung von ceteris-paribus-Analysen/ Risikoszenarien – Systematik für standardisierte Darstellung von Sensitivitätsanalysen
<i>Leistungsnachweise (laufende Bewertung)</i>	<i>IDW EPS 902</i>	<i>Vorgaben finanzwirtschaftliche Bewertungssystematik (VBS)</i>
Kapitalrückflussrechnung (Soll-Ist-Zahlenbasis) und Kennzahlen	Gliederungsvorgaben für zahlungsorientierte Soll-Ist-Vergleiche (vgl. Abschnitt 2.2–2.6)	<ul style="list-style-type: none"> – Systematik für Darstellung zahlungsorientierter Soll-Ist-Vergleiche – Methodische Vorgaben zur Berechnung von wertgewichteten Renditen und barwertigen Rückflüssen
Abweichungsanalyse	–	<ul style="list-style-type: none"> – Methodische Vorgaben für Erstellung von Abweichungsanalysen – Systematik für standardisierte Darstellung von Abweichungsanalysen

Nachfolgend werden die VBS auf reale Fondsdaten angewendet, um die methodischen Vorgaben und deren Visualisierung aufzuzeigen. Bei der Auswahl der Fondsdaten wurden unterschiedliche Vermögenswertklassen und unterschiedliche Fondskonstruktionen herausgegriffen. Ferner wurde berücksichtigt, dass die Anwendung der VBS in Leistungsnachweisen

verleitete in der Vergangenheit zum Ausweis alternativer, schwierig interpretierbarer Kennzahlen. Zu nennen sind hier die sog. Vermögenszuwachskennzahlen wie sie bspw. in der vom Verband geschlossene Fonds e.V. (jetzt bsi Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e.V.) herausgegebenen Vorstudie „Leistungsbilanzanalyse“ aufgeführt werden, vgl. Verband geschlossene Fonds e.V. (2012).

die wirtschaftliche Entwicklung verdeutlichen kann, indem Fonds selektiert werden, welche im Zeitverlauf sowohl über als auch unter den Wirtschaftlichkeitsprognosen der jeweiligen Verkaufsprospekte liegen. Die betrachteten Fonds lassen sich wie folgt in Tabelle 3 klassifizieren:³¹

Tabelle 3
Gegenüberstellung Fondsdaten

<i>Kriterium</i>	<i>Immobilienfonds</i>	<i>Solarenergiefonds</i>	<i>Schiffsfonds</i>
Vermögenswertklasse	Büroimmobilie	Solarenergieanlage	Chemikalien-tanker
Berichtswährung ³²	CAD	EUR	EUR
Fondswährung ³³	CAD	EUR	USD
Gesamtvolumen	100 Mio.	25 Mio.	38 Mio.
Eigenkapital (Quote)	47 Mio. (47 %)	6 Mio. (24 %)	14 Mio. (37 %)
Fremdkapital (Quote)	53 Mio. (53 %)	19 Mio. (76 %)	24 Mio. (63 %)
Laufzeit (Zeitraum)	14 Jahre (2003–2016)	21 Jahre (2005–2025)	17 Jahre (2004–2020)
Leistungsnachweis (Jahr)	unter Prognose (2006)	über Prognose (2007)	unter Prognose (2007)

Zu berücksichtigen gilt, dass die aufgeführten Fonds vor Einführung des KAGB emittiert wurden und insofern auch nicht in vollständigem Umfang den Anforderungen des KAGB genügen.³⁴ Im Folgenden werden

³¹ Bei den Fonds handelt sich um den Immobilienfonds Office Towers Toronto (Jemez Grundstücksgesellschaft mbH & Co. KG), den Solarenergiefonds Miegersbach (Ladit Mobiliengesellschaft mbH & Co. KG) und um die Schiffsbeteiligung MT Ievoli Splendor (Marnavi Splendor GmbH & Co. KG) der KGAL GmbH & Co. KG. Im Hinblick auf die aufgeführten Stromgrößen (nicht jedoch die auf den VBS basierenden Kennzahlenberechnungen) wird auf Verkaufsprospekte und Geschäftsberichte mit enthaltenen Leistungsnachweisen zurückgegriffen. Für Publikumsfonds sind derartige Informationen zu Verkaufsprospekten beziehungsweise Leistungsnachweisen für im bsi organisierte Mitglieder ab dem Berichtsjahr 2007 (in komprimierter Form) öffentlich abrufbar, vgl. bsi (2014b).

³² Währung in welcher die Privatinvestoren investieren.

³³ Währung in welcher Einzahlungen und Auszahlungen der Fondsgesellschaft anfallen.

³⁴ So sind insbesondere die Vorgaben zur Risikomischung (vgl. Fußnote 21), Fremdfinanzierung (vgl. Fußnote 22) bzw. Begrenzung des Fremdwährungsrisikos

die VBS für Verkaufsprospekte (Kapitel III.1.) und für fortlaufende Leistungsbewertungen (Kapitel III.2.) vorgestellt.

1. Verkaufsprospekt

Anhand der Inhalte des Verkaufsprospekts sollen Privatinvestoren in die Lage versetzt werden, eine Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der angebotenen Unternehmensbeteiligung vorzunehmen, um auf dieser Basis eine Investitionsentscheidung treffen zu können. Dies umfasst insbesondere den finanzwirtschaftlichen Vergleich mit alternativen geschlossenen Fonds. Daher muss im Verkaufsprospekt das Chancen-/Risikoprofil sowie die Kostenbelastung³⁵ transparent vermittelt werden. Zunächst ist eine strukturierte Zusammenstellung der prognostizierten Zahlungsströme anhand einer Kapitalrückflussrechnung erforderlich (Kapitel III.1.a)). Für die Bewertung der wirtschaftlichen Entwicklung verwenden die VBS informationsverdichtende, finanzwirtschaftliche Kennzahlen (Kapitel III.1.b)). Für die Chancen- und Risikobewertung kommen insbesondere Sensitivitätsanalysen (Kapitel III.1.c)) zum Einsatz.

a) Kapitalrückflussrechnung (Soll-Zahlenbasis) im Verkaufsprospekt

Grundlage der VBS im Verkaufsprospekt ist eine Kapitalrückflussrechnung, die eine Darstellung aller zahlungsorientierten Strom- und Bestandsgrößen für die ex ante Bewertung umfasst. Es wird dabei zwischen vier Bewertungsebenen – Fondsebene (Gesamt- und Eigenkapitalbasis) sowie Investorenebene (vor und nach Einkommensteuern) – unterschieden, um fondsstrukturinduzierte Faktoren wie Finanzierungs-, Ausschüttungs- und Einkommensteuereinflüsse des geschlossenen Fonds transparent darstellen zu können. Insofern sind die VBS deutlich restriktiver als die Vorgaben des IDW ES4 n.F.³⁶

nur teilweise erfüllt. Fremdwährungseinflüsse sind nach § 261 (4) KAGB auf 30 % des Werts von Publikumsfonds beschränkt.

³⁵ Hier werden im Folgenden nominale Gesamtkostenquoten bezogen auf das eingesetzte Kapital für die Investitions- und Nutzungsphase eines geschlossenen Fonds zugrunde gelegt, wie sie auch nach §§ 270 (4), 166 (5) KAGB für wesentliche Anlegerinformationen vorgesehen sind.

³⁶ Nach dem IDW ES4 n.F. existieren für die allgemeine Kapitalrückflussrechnung keine Gliederungsvorgaben. Lediglich für eine zusätzlich typisierte Kapitalrückflussrechnung bezogen auf einen einzelnen Privatinvestor existieren grobe

Wie in Tabelle 4 dargestellt, enthalten die VBS Vorgaben für die auszuweisenden Strom- und Bestandsgrößen (Positionen (1) bis (18)) und Zwischensummen für die genannten Ebenen (Positionen (I) bis (IV)), womit eine durchgängige Darstellung geschlossener Fonds ermöglicht wird. Unter Berücksichtigung von Eigen- und Fremdkapitalzuführungen lassen sich die Zahlungsströme wie folgt bestimmen:

- Fondsebene (Gesamtkapitalbasis): Zuführungen Eigen-/Fremdkapital + Position (I),
- Fondsebene (Eigenkapitalbasis): Zuführungen Eigenkapital + Position (II),
- Investorenebene vor Einkommensteuern: Zuführungen Eigenkapital + Position (III),
- Investorenebene nach Einkommensteuern: Zuführungen Eigenkapital + Position (IV).

Stromgrößen der Fondsebene beurteilen den geschlossenen Fonds aus Sicht der Fondsgesellschaft unabhängig von der zugrunde liegenden Finanzierungsstruktur (Verschuldungsgrad). Als Kapitalbasis wird das investierte Eigen- und Fremdkapital (Gesamtkapital) betrachtet. Die Zahlungsüberschüsse auf Gesamtkapitalbasis berücksichtigen Ein- und Auszahlungen auf Fondsebene, wobei keine Zins- und Tilgungszahlungen für das eingesetzte Fremdkapital beinhaltet sind. Die Stromgrößen auf Eigenkapitalbasis ermöglichen dagegen die Bewertung des geschlossenen Fonds unter Berücksichtigung der Finanzierungsstruktur. Die Abweichungen zwischen den auf Gesamt- und Eigenkapitalbasis berechneten Stromgrößen sind im Wesentlichen auf den gewählten Verschuldungsgrad des Fonds zurückzuführen (Leverageeffekt³⁷). Die Zahlungsüberschüsse auf Eigenkapitalbasis beinhalten zusätzlich Zins- und Tilgungszahlungen für das eingesetzte Fremdkapital sowie den Steuervorteil der Fremdfinanzierung³⁸. Stromgrößen der Investorenebene vor bzw. nach Einkommensteuern beurteilen den geschlossenen Fonds schließlich aus Sicht der

Mindestvorgaben, vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2013a), Abschnitt 8.3 und 8.5.

³⁷ Vgl. *Perridon et al.* (2012), S. 520 ff.

³⁸ Zur Ermittlung des Steuervorteils der Fremdfinanzierung ist die Darstellung des Fonds unter der Fiktion einer vollständigen Eigenfinanzierung erforderlich. In den vorliegenden Fondsdaten sind diese Informationen nicht ausgewiesen, weshalb in den beispielhaften Kapitalrückflussrechnungen (vgl. Tabelle 4 bzw. Anhang A) darauf bei Position (15) verzichtet werden muss.

Privatinvestoren.³⁹ Die zugrunde liegenden Zahlungsüberschüsse repräsentieren die tatsächlichen Rückflüsse des Fonds an die Privatinvestoren nach Abzug sämtlicher Kostenbestandteile. Als Bezugsgröße wird das investierte Eigenkapital unterstellt. Die Abweichung zwischen den auf der Fondsebene auf Eigenkapitalbasis und den auf der Investorenebene vor Einkommensteuern berechneten Stromgrößen ist auf die Ausschüttungspolitik des Fonds zurückzuführen (Ausschüttungseffekt). Betrachtet man einkommensteuerliche Effekte, so lässt sich eine (pauschale) Nachsteuerbetrachtung aus Sicht der Privatinvestoren vornehmen (Einkommensteuereffekt⁴⁰).

Für den Immobilienfonds ergibt sich die in Tabelle 4 dargestellte Kapitalrückflussrechnung (Soll-Zahlenbasis).

Anhand der Kapitalrückflussrechnung kann zudem eine Berechnung von nominalen Kostenquoten bezogen auf die initialen Ausgabeaufschläge und Kapitalbereitstellungsprovisionen (Weichkostenquote) sowie für die laufenden Verwaltungskosten (Gesamtkostenquote) erfolgen.⁴¹ Für den Immobilienfonds beträgt demnach die Weichkostenquote 24 % und die Gesamtkostenquote der laufenden Verwaltungskosten 0,84 % p.a. Für den Solarfonds bzw. Schiffsfonds betragen die Weichkostenquoten 22 % bzw. 25 % und die Gesamtkostenquoten der laufenden Verwaltungskosten 1,30 % p.a. bzw. 1,26 % p.a.

Mit der Kapitalrückflussrechnung werden somit Vorgaben für eine umfassende, konsistente Darstellung der Strom- und Bestandsgrößen geschlossener Fonds für die ex ante Bewertung gesetzt. Gleichwohl ist eine alleinige Beurteilung von geschlossenen Fonds auf Basis von Kapitalrückflussrechnungen schwierig, da die bereitgestellten Zahlungsströme nur unzureichend bewertet werden können.

³⁹ Die Stromgrößen sind stets in der Währung darzustellen, in welcher der Privatinvestor investiert.

⁴⁰ Auf Investorenebene werden die Einkommensteuer und der Solidaritätszuschlag berücksichtigt sowie ausländische Ertragssteuern auf Investorenebene. Im Hinblick auf die inländische Einkommensteuer wird von einem Höchststeuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag ausgegangen. Steuerregelungen, die spezifische Annahmen über die persönlichen Verhältnisse eines Privatinvestors erfordern, werden nicht berücksichtigt.

⁴¹ Die Weichkostenquote entspricht dem Verhältnis von Auszahlungen für die Ingangsetzung zum Eigenkapital. Die Gesamtkostenquote der laufenden Verwaltungskosten entspricht dem Verhältnis der laufenden Verwaltungsauszahlungen zum Eigenkapital p.a. (vgl. Tabelle 4 und Anhang A).

Tabelle 4: Kapitalrückflussrechnung Verkaufsprospekt (Immobilienfonds)⁴²

Immobilienfonds (in TCAD)	2003	2004	2005	2006	...	2014	2015	2016
(1)* Eigenkapital (inkl. Agio)	46.515	46.515	46.515	46.515		46.515	46.515	46.515
davon Zuführungen	46.515							
(2)* Fremdkapital	53.500	53.500	52.811	52.081		44.838	43.864	
davon Zuführungen	53.500							
(3)* Zwischenfinanzierung								
davon Zuführungen								
(4) Liquiditätsreserve	1.067	797	171	-289		925	839	2.134
(5)* Gesamtinvestition	100.152							
davon Anschaffung/Herstellung	89.020							
davon Ingangsetzung/Sonstige	11.132							
(6) Steuerliches Ergebnis								
Steuerpflichtiges Ergebnis Kanada							2.127	2.755
Steuerpflichtiges Ergebnis Deutschland		53	92	107		142	89	
(7) Laufende Einzahlungen (Mieteinzahlungen etc.)	1.204	17.278	17.909	18.136		21.169	22.231	
(8) Objektverkauf								107.396
(9) Sonstige Einzahlungen (Zinsen)		67	106	122		160	107	

(Fortsetzung nächste Seite)

⁴² Die Kapitalrückflussrechnungen für den Solarfonds und den Schiffsfonds können Anhang A entnommen werden. Positionen, denen inhaltliche Vorgaben des KAGB zugrunde liegen, sind mit „*“ hervorgehoben. Darunter fallen die Aufgliederung des Investitions- bzw. Finanzierungsvolumens inkl. Ausgabebearbeitungen nach § 269 (3), 7. KAGB (Positionen (1) bis (3) und (5)), der Ausweis von Kosten nach §§ 165 (3), 269 (1) KAGB (Position (5) und (11)), Kapitaldienst nach § 269 (3), 7. KAGB (Positionen (13), (14)), §§ 165 (2), 16., 269 (1) KAGB, Ausschüttungen (Position (III)) und Steuern nach §§ 165 (2), 15., 269 (1) KAGB (Position (18)).

Tabelle 4 (Fortsetzung)

<i>Immobilienfonds (in TCAD)</i>	2003	2004	2005	2006	...	2014	2015	2016
(10) Laufende Auszahlungen (Instandhaltung etc.)		-5.832	-5.315	-5.614	-10.000		-7.305	
(11)* Sonstige Auszahlungen (Verwaltung)		-371	-380	-389	-466		-476	
(12) Steuern Fondsebene		-4.477	-4.630	-4.730	-5.657		-5.861	
(I) <i>Zahlungsüberschuss Fondsebene (Gesamtkapitalbasis)</i> (= 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12)	1.204	6.664	7.691	7.526	5.206	8.696	8.696	107.396
(13)* Tilgung Fremdkapital			-689	-730	-902		-974	-43.864
(14)* Fremdkapitalzinsen		-3.071	-3.053	-3.013	-3.500		-3.428	
(15) Steuervorteil Fremdfinanzierung								
(II) <i>Zahlungsüberschuss Fondsebene (Eigenkapitalbasis)</i> (= I + 13 + 14 + 15)	1.204	3.593	3.948	3.783	804	4.294	4.294	63.531
(16) Δ Kapitalzuführungen/Investitionszahlungen (2003: 46.515+53.500-100.152)	-137							
(17) Erhöhung (-)/Verminderung (+) Liquiditätsreserve	-1.067	-270	-625	-460	3.072	-86		1.294
(III)* <i>Zahlungsüberschuss Investorenebene vor ESt</i>	0	3.323	3.323	3.323	3.876	4.209		64.826
Anteilig in % des Eigenkapitals (inkl. Agio) p. a. (= II + 16 + 17)	0,0	7,1	7,1	7,1	8,3	9,0		139,4
(18)* Einkommensteuern Investorenebene		-315	-407	-408	-778	-1.140		-8.433
(IV) <i>Zahlungsüberschuss Investorenebene nach ESt</i> (= III + 18)	0	3.007	2.916	2.914	3.098	3.068		56.393

b) Finanzwirtschaftliche Kennzahlen im Verkaufsprospekt

Für die Bewertung der aus Sicht der Emissionshäuser wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Entwicklung der Fonds schlagen die VBS im Gegensatz zum IDW ES4 n.F. die Verwendung von informationsverdichtenden, finanzwirtschaftlichen Kennzahlen vor. Die Berechnung dieser Kennzahlen basiert auf den Strom- und Bestandsgrößen der vorgestellten Kapitalrückflussrechnungen, so dass eine durchgängige und für Privatinvestoren nachvollziehbare Bewertung erfolgen kann.

aa) Wertgewichtete Renditekennzahlen (Soll)

Wertgewichtete Renditekennzahlen bewerten die periodischen, prognostizierten Rückflüsse (R_t^{Soll}) auf den unterschiedlichen Bewertungsebenen anhand der durchschnittlichen Verzinsung auf das zu investierende Kapital (K_t^{Soll}) und berücksichtigen deren zeitlichen Anfall in $t \in [0; T]$. Grundgedanke ist, in Anlehnung an die Baldwin-Verzinsung⁴³, das Ersetzen der im Kontext der internen Zinssatzmethode kritisierten, impliziten Wiederanlageprämisse durch eine explizite (extern gegebene) realistische Wiederanlageprämisse. Die Verwendung eines einheitlichen Kalkulationszinssatzes zur Wiederanlage (expliziter Wiederanlagezinssatz r_K) bietet den Vorteil, dass Alternativen unter Annahme eines identischen Kapitaleinsatzes und einer identischen Laufzeit auch bei abweichenden Zahlungsstrukturen miteinander verglichen werden können. Die wertgewichteten Renditekennzahlen (r_0) werden wie nachfolgend aufgezeigt ermittelt:

$$(1) \quad r_0 = \frac{\left(\sum_{t=0}^T R_t^{Soll} (1 + r_K)^{T-t} \right)}{\left(\sum_{t=0}^T K_t^{Soll} (1 + r_K)^{-t} \right)} - 1$$

Auf die Praxis übertragen bedeutet dies, dass die Renditekennzahlen grundsätzlich für den Vergleich verschiedener Kapitalanlagen verwendet

⁴³ Aus den Schwächen der internen Zinssatzmethode folgte durch R. H. Baldwin 1959 die Entwicklung einer alternativen Renditekennzahl, die unter dem Namen Baldwin-Verzinsung bzw. durch die Weiterentwicklung in den 1970er Jahren auch als (modifizierte) Realverzinsung bekannt wurde, vgl. *Baldwin* (1959); *Hoberg* (1984); *Busse von Colbe/Laßmann* (1992).

werden können. Nachteilig ist, dass für Zwecke der Kapitalmarktinformation ein einheitlicher (für alle Privatinvestoren repräsentativer) Wiederanlagezinssatz bestimmt werden muss.⁴⁴ Anhand der realen Fondsdaten wurden die in Tabelle 5 dargestellten Renditen für die unterschiedlichen Bewertungsebenen ermittelt.

Tabelle 5
Wertgewichtete Renditekennzahlen Verkaufsprospekt⁴⁵

<i>Bewertungsebene</i>	<i>Immobilien- fonds</i>	<i>Solar- energie- fonds</i>	<i>Schiffs- fonds</i>
Gesamtkapitalrendite (GKR) p.a.	7,1 %	5,4 %	5,6 %
Eigenkapitalrendite (EKR) p.a.	8,4 %	6,0 %	5,8 %
Investorenrendite vor ESt (IR) p.a.	8,1 %	5,8 %	5,9 %
Investorenrendite nach ESt (IRS) p.a.	6,0 %	4,1 %	5,4 %

Der Immobilienfonds ist trotz des niedrigen Verschuldungsgrades durch das höchste Renditeniveau auf allen Bewertungsebenen gekennzeichnet. Ursächlich hierfür sind unter anderem die niedrige Belastung an Weichkosten und laufenden Verwaltungskosten sowie hohe prognostizierte Einzahlungen aus dem Objektverkauf am Ende der Laufzeit. Des Weiteren ist auffällig, dass beim Schiffsfonds der Unterschied der Investorenrendite vor und nach Einkommensteuern gering ausfällt, was durch

⁴⁴ Der bsi schlägt für Zwecke der Performancemessung bspw. die Verwendung des EZB Leitzinses vor, vgl. bsi (2014a). In den nachfolgenden Beispielen wird bei der Berechnung aus Vereinfachungsgründen ein Wiederanlagezinssatz von $r_K = 5,0\%$ p.a. verwendet. Auf Investorenebene nach Einkommensteuern wird davon abweichend ein Nachsteuerkalkulationszinssatz der Wiederanlage von $r_K = 2,8\%$ p.a. ($= 5\% * (1 - 0,42 * 1,055)$) verwendet, vgl. Fußnote 40.

⁴⁵ Die Renditen wurden gemäß (1) auf Grundlage der Daten der Kapitalrückflussrechnungen für die jeweiligen Bewertungsebenen (vgl. Kapitel III.1.a) berechnet. Im Hinblick auf die Zeitpunkte werden folgende Annahmen getroffen: In der Regel existieren auf Fondsebene viele Geschäftsvorfälle mit unterschiedlichen Zahlungszeitpunkten. Zur Verringerung der Komplexität wird auf Fondsebene von einem fiktiven Zahlungszeitpunkt (der die Mitte des Betrachtungszeitraums darstellt) ausgegangen. Auf Investorenebene wird aufgrund der Überschaubarkeit der Geschäftsvorfälle von den tatsächlichen Zahlungszeitpunkten ausgegangen. Ausnahme: Steuerzahlungen auf Investorenebene werden jeweils zum 31.12. des entsprechenden Jahres berücksichtigt.

hohe steuerliche Verluste für die Privatinvestoren am Beginn der Nutzungsphase bedingt ist.⁴⁶

bb) Barwertige Rückflusskennzahlen (Soll)

Die barwertigen Rückflusskennzahlen (a_i^{Soll}) geben im Verkaufsprospekt Auskunft über das Zahlungsprofil des geschlossenen Fonds, indem die bis zum Betrachtungszeitpunkt i erwirtschafteten und auf den Entscheidungszeitpunkt diskontierten Soll-Rückflüsse ins Verhältnis zu den barwertigen Gesamtrückflüssen gesetzt werden. Für die Diskontierung wird der explizite Wiederanlagezinssatz r_K verwendet. Es handelt sich um eine Abwandlung der klassischen Amortisationsrechnung, die zu jedem Betrachtungszeitpunkt Aufschluss über die bis dahin erwirtschafteten Rückflüsse gibt und auf Werte von 0 % bis 100 % normiert ist.⁴⁷

$$(2) \quad a_i^{Soll} = \frac{\sum_{t=0}^i R_t^{Soll} (1 + r_K)^{-t}}{\sum_{t=0}^T R_t^{Soll} (1 + r_K)^{-t}}$$

Durch die Normierung können laufende Soll-Ist-Vergleiche (siehe Kapitel III.2) durchgeführt werden. Ferner ist die Vergleichbarkeit der Zahlungsprofile mit anderen geschlossenen Fonds möglich, was ansonsten bei den weit verbreiteten und teilweise schwierig interpretierbaren nominalen Rückflusskennzahlen⁴⁸ nicht möglich ist. Für die kumulierten barwertigen Rückflüsse (Soll) ergeben sich die in Abbildung 1 dargestellten Visualisierungsvorschläge. Mit dieser Darstellung erhalten Privat-

⁴⁶ Grund hierfür ist die steuerliche Ansetzbarkeit der initialen Verlustvorträge (Steuerbarwertminimierung), wobei zu berücksichtigen ist, dass eine Verrechnung dieser Verluste mit anderen Einkunftsarten vor Änderung des § 15b EStG am 22.12.2005 noch unbegrenzt möglich war.

⁴⁷ Bei der klassischen Amortisationsrechnung wird das investierte Kapital ins Verhältnis zu den durchschnittlichen, nominalen Rückflüssen je Periode der betrachteten Investition gesetzt. Damit wird die Zeitdauer bspw. in Jahren bestimmt, bis die kumulierten Rückflüsse das investierte Kapital kompensieren, vgl. *Kruschwitz/Löffler* (1999). Bei den barwertigen Rückflüssen wird hingegen der Anteil an erwirtschafteten barwertigen Rückflüssen in Prozent bei gegebener Laufzeit bestimmt.

⁴⁸ Bei nominalen Rückflusskennzahlen (auch als Vermögenszuwachskennzahlen bezeichnet) werden sämtliche bis zum Betrachtungszeitpunkt erzielten Rückflüsse ins Verhältnis zu den Investitionsauszahlungen gesetzt.

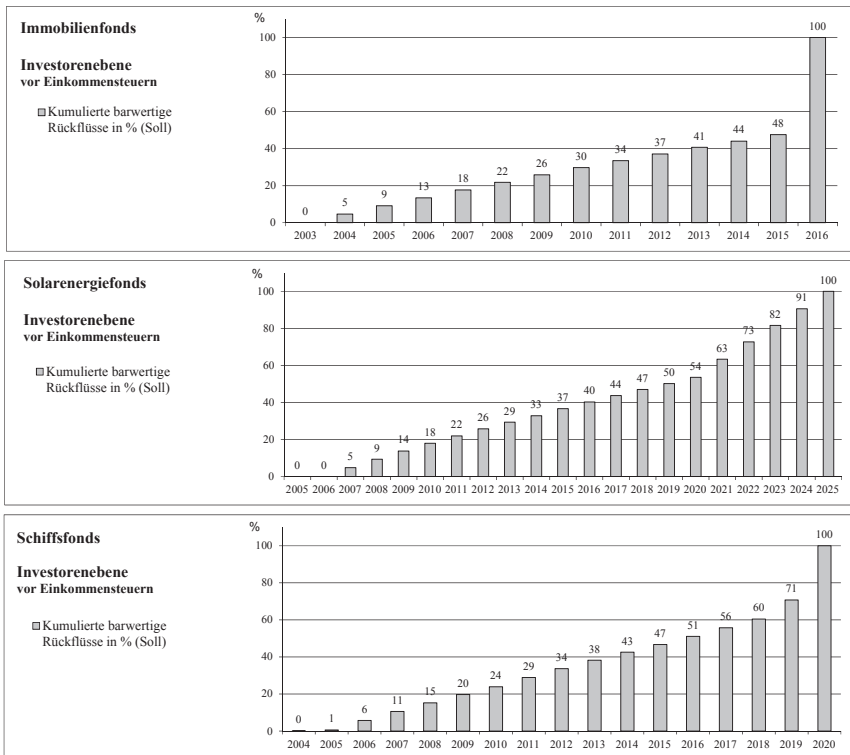


Abbildung 1: Visualisierungsvorschläge Kennzahlen Verkaufsprospekt⁴⁹

investoren eine Visualisierung des zeitlichen Anfalls der Rückflüsse, was einer einfachen Risikobewertung entspricht.

Aus Abbildung 1 wird ersichtlich, dass es wesentliche Unterschiede bei der zeitlichen Verteilung der Rückflüsse an die Privatinvestoren gibt: So werden im dargelegten Immobilienfonds circa 52 % der Rückflüsse an die Privatinvestoren aus dem Objektverkauf am Ende der Laufzeit erwirtschaftet, wohingegen die Rückflüsse des Solarenergiefonds im Zeitverlauf gleichmäßig verteilt sind.⁵⁰ Beim Schiffsfonds besteht am Laufzeit-

⁴⁹ Es wird die Gesamtlaufzeit der Beteiligung abgebildet, vgl. Tabelle 3. Zur Vermeidung von Informationsüberflutung wird nur die Darstellung auf Investorenebene vor Einkommensteuern vorgeschlagen.

⁵⁰ Beim Solarenergiefonds wird gemäß Verkaufsprospekt kein Verkaufserlös der Anlage prognostiziert. Stattdessen wird ein Rückbau unterstellt, welcher aus dem Verkauf der Anlagenmodule finanziert wird.

ende zwar eine Abhängigkeit der Rückflüsse vom Objektverkauf, jedoch fällt diese mit circa 29 % geringer aus.

c) Sensitivitätsanalyse im Verkaufsprospekt

Bei den prospektierten Zahlungsströmen und den darauf aufbauenden Kennzahlen handelt es sich um subjektive Einschätzungen aus Sicht der Emissionshäuser, welche zum Entscheidungszeitpunkt die wahrscheinlichste wirtschaftliche Entwicklung abbilden. Um Abweichungen von diesen Prognosen darzustellen, werden im Verkaufsprospekt ergänzende Chancen- und Risikobewertungen bereitgestellt. Dies erfolgt durch Sensitivitätsanalysen, wobei die VBS im Vergleich zum IDW ES4 n.F. – wie nachfolgend aufgeführt – detailliertere Vorgaben vorsehen.

Um die Auswirkung von Prognoseabweichungen darstellen zu können, erfolgt bei den Sensitivitätsanalysen eine Variation von Einflussfaktoren (*ceteris paribus*) während der gesamten Laufzeit. Als abhängige Ergebniskennzahl wird die Rendite aus Investorensicht betrachtet. Im Verkaufsprospekt werden bei diesen sog. *ceteris-paribus*-Analysen die fünf Einflussfaktoren – im Folgenden als Top 5 Einflussfaktoren bezeichnet – angegeben, die den größten (absoluten) negativen Einfluss auf die Investorenrendite vor Einkommensteuern haben (vgl. Abbildung 2).

Damit Privatinvestoren eine Risikobeurteilung der dargestellten Abweichungen vornehmen können, ist die maximale Prognoseabweichung der sensitivsten Einflussfaktoren zum 95 %-Konfidenzniveau anzugeben.⁵¹ Da für die betrachteten Einflussfaktoren noch keine individuellen Vergangenheitswerte, aus denen Wahrscheinlichkeiten für Prognoseabweichungen ermittelt werden können, vorliegen, werden hierfür historische Zeitreihen verwendet, welche als Indikatoren bestimmter Einflussfaktoren geeignet sind.⁵² Als Indikatoren können bspw. standortspezifische Leerstandsdaten oder branchenspezifische Indexentwicklungen dienen (vgl. Tabelle 6). Eine Betrachtung solcher Indikatoren ist in Verkaufsprospekten regelmäßig bereits enthalten, allerdings erfolgt kein Übertrag auf Zahlungsströme oder Kennzahlen aus Investorensicht.

⁵¹ In den *ceteris-paribus*-Analysen wird aus Gründen der Übersicht nur der 95 %-Fall gekennzeichnet. Die Angabe weiterer Wahrscheinlichkeiten ist möglich und wird nachfolgend in den Risikoszenarien verdeutlicht.

⁵² Vgl. *Jacobs und Weinrich* (2009).

Tabelle 6

**Indikatoren für Prognoseabweichungen von Einflussfaktoren
der Beispielfonds**

<i>Fonds</i>	<i>Vermögenswerte</i>	<i>Einflussfaktoren</i>	<i>Indikatoren</i> ⁵³
Immobilienfonds	Büroimmobilie in Toronto	Mieteinzahlungen, Nebenkostenumlagen, Objektverkauf	Leerstandsrate in Toronto (1990–2003); Quelle: Kushman & Wakefield
Solarenergiefonds	Solarenergieanlage in Miegersbach	Stromverkauf	Globalstrahlung in Miegersbach (1998–2004); Quelle: DWD
Schiffsfonds	Chemikalien-tanker	Einsatztage, Charraterraten	Baltic Freight Index (1990–2002); Quelle: Thomson Reuters

Anhand der historischen Zeitreihen kann berechnet werden, inwieweit der Indikator mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % maximal von dessen Prognose abweicht. Die relative maximale Abweichung zum 95 %-Niveau ($d_{0,95}$) wird ermittelt, indem der empirische oder statistische 95 %-Quantilwert der Indikatorzeitreihe ($V_{0,95}$) in Bezug zum Prognosewert des Verkaufsprospekts (V_P) gesetzt wird (vgl. (3)).⁵⁴ Anschließend wird die relative Abweichung ($d_{0,95}$) auf die jeweiligen Einflussfaktoren übertragen, wobei ein linearer Zusammenhang angenommen wird.

$$(3) \quad d_{0,95} = \left(\frac{V_{0,95}}{V_P} - 1 \right)$$

Im Fall des Immobilienfonds wird bspw. eine Auslastung der Immobilie von $V_P = 93,67\%$ prognostiziert.⁵⁵ Auf Basis historischer Leerstandsdaten am Immobilienstandort Toronto ist die Auslastung zu 95 % höher als $V_{0,95} = 81,80\%$, was einer maximalen Abweichung der Auslastung – und damit der Mieteinzahlungen – von $d_{0,95} = -12,67\%$ entsprechen würde. Beim

⁵³ Die Globalstrahlung misst die auf der Erdoberfläche auftreffende Sonnenstrahlung. Der Baltic Freight Index (seit 01.11.1999: Baltic Dry Index) gibt Auskunft über die Entwicklung der weltweiten Frachtschifffahrt.

⁵⁴ Sofern im Verkaufsprospekt kein Prognosewert des Indikators angegeben ist, wird der Mittelwert der historischen Zeitreihe ($\mu(V_I) = V_Z$) als Prognosewert verwendet, d.h. hier gilt $V_P = V_Z$.

⁵⁵ Vgl. Verkaufsprospekt S. 52, wobei für die Berechnung anstatt der prognostizierten Leerstandsrate von 6,33 % die Auslastungsrate von 100 % – 6,33 % = 93,67 % verwendet wird.

Solarenergiefonds weicht der Stromverkauf mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % maximal um nur $d_{0,95} = -1,1\%$ von der Prognose ab. Dies ist darin begründet, dass im Verkaufsprospekt von einer sehr konservativen prognostizierten Globalstrahlung von $V_p = 1.136,5 \text{ kwh/m}^2/\text{a}$ ausgegangen wird, was bereits nahe am 95 %-Quantil der historischen Globalstrahlung ($V_{0,95} = 1.125,1 \text{ kwh/m}^2/\text{a}$) liegt.⁵⁶ Auf Basis der realen Fondsdaten ergeben sich die in Abbildung 2 dargestellten Visualisierungsvorschläge, welche die ermittelten Wahrscheinlichkeiten für Abweichungen beinhalten. Die Bandbreite der Variation umfasst mindestens $\pm 20\%$. Sofern die Abweichung zum 95 %-Niveau diesen Wert übersteigt, ist die Bandbreite anzupassen.

Aus der *ceteris-paribus*-Analyse des Immobilienfonds wird deutlich, dass die Mieteinzahlungen den größten Einfluss auf die Investorenrendite vor Einkommensteuern haben.⁵⁷ Aus der Darstellung des Solarenergiefonds geht eine hohe Relevanz des Einflussfaktors „Stromverkauf“ hervor. Andere Einflussfaktoren dieses Fonds wie Zinsauszahlungen (aufgrund variabler Zinskonditionen der Fremdfinanzierung) oder laufende Auszahlungen für Betrieb, Verwaltung und Wartung spielen dagegen eine untergeordnete Rolle. Die *ceteris-paribus*-Analyse des Schiffsfonds verdeutlicht das Vorliegen mehrerer relevanter Einflussfaktoren, wobei der Einflussfaktor „Einsatztage“ den größten Einfluss auf die Investorenrendite vor Einkommensteuern hat.

Wie Tabelle 6 zeigt, wirken sich die Entwicklungen, welche die angegebenen Indikatoren widerspiegeln, regelmäßig nicht isoliert auf einzelne Einflussfaktoren aus, sondern sie betreffen gleichsam eine Mehrzahl an relevanten Einflussfaktoren. Da *ceteris-paribus*-Analysen nur eine Partialsicht darstellen und simultane Prognoseabweichungen nicht berücksichtigen, wird zusätzlich ein realistisches Risikoszenario⁵⁸ je Indikator abgebildet, bei dem die gleichzeitige Variation der betroffenen Einfluss-

⁵⁶ Der Mittelwert der historischen Globalstrahlung beträgt $1.202 \text{ kwh/m}^2/\text{a}$ und unterscheidet sich entsprechend deutlich vom Prognosewert des Verkaufsprospekts ($1.136,5 \text{ kwh/m}^2/\text{a}$), vgl. Verkaufsprospekt S. 28.

⁵⁷ Beim Immobilienfonds sind in Abbildung 2 die Kurvenverläufe „Betrieb“ und „Steuern Fondsebene“ bzw. beim Solarfonds die Kurvenverläufe „Betrieb“, „Verwaltung“ und „Wartung“ deckungsgleich.

⁵⁸ Für die *ceteris-paribus*-Analyse sieht der IDW ES4 n.F. nur die getrennte Betrachtung von zwei Einflussfaktoren vor. Die Erstellung von Risikoszenarien wird hingegen nicht genannt. Es sind lediglich etwaige Folgewirkungen bei der Variation der Einflussfaktoren zu berücksichtigen, Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2013a), Abschnitt 8.6.

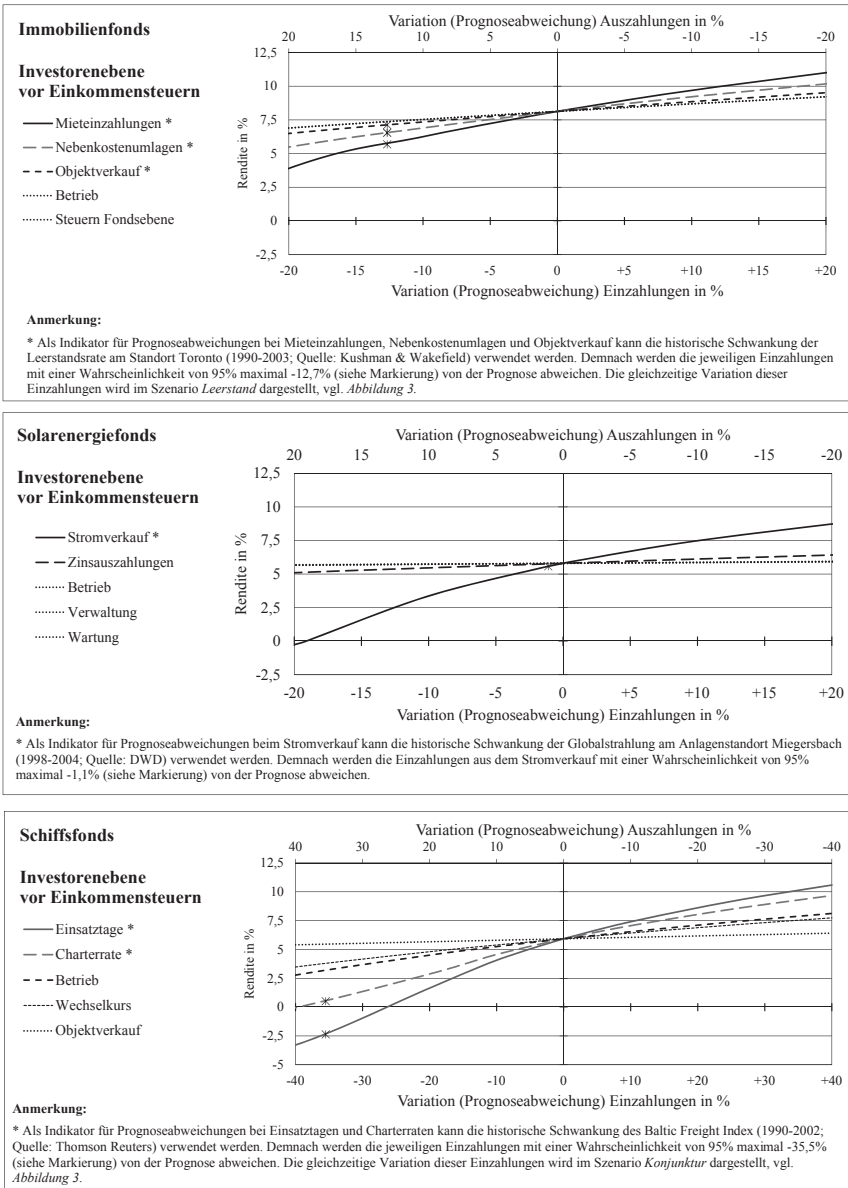


Abbildung 2: Visualisierungsvorschläge *ceteris-paribus*-Analysen⁵⁹

⁵⁹ Zur Ermittlung der Abweichungen werden Einflussfaktoren (*ceteris paribus*) während der gesamten Laufzeit der realen Fondsdaten (vgl. Tabelle 3) prozentual

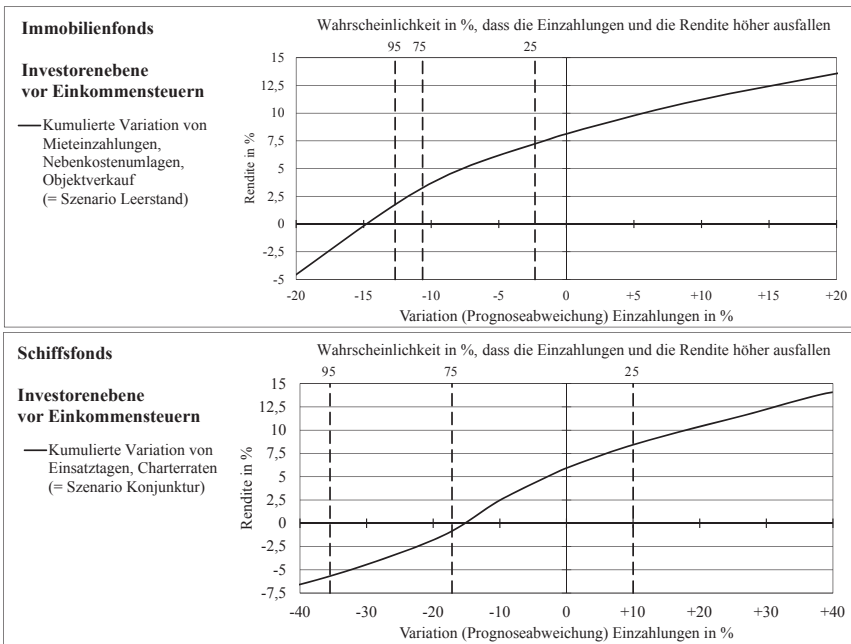


Abbildung 3: Visualisierungsvorschläge Risikoszenarien⁶⁰

faktoren visualisiert wird. Als abhängige Ergebniskennzahl wird erneut die Rendite aus Investorensicht angegeben. Für den Immobilienfonds wird folglich das Szenario des Leerstands gezeigt, für den Schiffsfonds das Szenario einer konjunkturellen Schwankung der weltweiten Frachtschifffahrt.

Unter Berücksichtigung der realen Fondsdaten ergeben sich für die Risikoszenarien die in Abbildung 3 dargestellten Visualisierungsvorschläge, wobei hier weitere Konfidenzniveaus gekennzeichnet sind.⁶¹ Da beim Solarenergiefonds nur ein Einflussfaktor (Stromverkauf) vom betrach-

variiert. Als Datengrundlage werden die Kapitalrückflussrechnungen verwendet, vgl. Kapitel III.1.a). Die resultierende Rendite wird entsprechend Formel (1) ermittelt.

⁶⁰ Zur Darstellung der Risikoszenarien vgl. Fußnote 57 mit dem Unterschied, dass in den Risikoszenarien die Einflussfaktoren nicht ceteris-paribus, sondern gleichzeitig variiert werden. Die Berechnung der Prognoseabweichungen zu den angegebenen Konfidenzniveaus erfolgt entsprechend (3).

⁶¹ Vgl. Fußnote 51.

teten Indikator (Globalstrahlung am Anlagenstandort) betroffen ist, entspricht Abbildung 2 dem Risikoszenario, weshalb auf eine erneute Darstellung verzichtet wird.

Am Beispiel des Immobilienfonds wird deutlich, dass das Konfidenzintervall von 25 %–75 % bzgl. gleichzeitiger Prognoseabweichungen der Einflussfaktoren Mieteinzahlungen, Nebenkostenumlagen und Objektverkauf auf Basis historischer Daten nicht den Prognosewert des Emissionshauses einschließt. Dies liegt darin begründet, dass im Verkaufsprospekt von einer Auslastung von $V_P = 93,67\%$ ausgegangen wird, wohingegen der Mittelwert der historischen Auslastung bei $V_Z = 88,39\%$ liegt. Folglich basieren die prognostizierten Einzahlungswerte im Verkaufsprospekt auf einer überdurchschnittlich hohen Auslastung der Immobilie.

d) Zwischenfazit

Die VBS erlauben eine strukturierte Darstellung des Chancen-/Risiko-Profils sowie der Kostenbelastung, wodurch vergleichende Bewertungen von geschlossenen Fonds vorgenommen werden können. Die bereitgestellten Informationen sind daneben stets durch die Emissionshäuser zu kommentieren. Zu berücksichtigen bleibt ferner, dass Privatinvestoren nicht umhin kommen, diese Informationen subjektiv und unter Berücksichtigung von zusätzlichen Marktinformationen zu bewerten. Das heißt, um eine Rangreihung der Beteiligungsangebote vornehmen und eine Investitionsentscheidung treffen zu können, bedarf es der weiteren Verdichtung der finanzwirtschaftlichen Kennzahlen durch den Privatinvestor unter Berücksichtigung dessen Zeit- und Risikopräferenzen. Darüber hinaus bedarf es insbesondere der Berücksichtigung vermögenswertspezifischer Marktkenntnisse, um vergleichende Betrachtungen bei sehr unterschiedlichen Chancen-/Risiko-Profilen vornehmen zu können.

2. Fortlaufende Leistungsbewertung

Die fortlaufende Leistungsbewertung der VBS umfasst regelmäßige Leistungsnachweise sowie Ad-hoc-Mitteilungen. Die jährlich zu erstellenden Leistungsnachweise beinhalten insbesondere die Analyse eingetretener Abweichungen im Vergleich zu den Prognosen des Verkaufsprospekts. Auf dieser Grundlage können auch zustimmungspflichtige Entscheidungen der Anleger, wie bspw. die vorzeitige Veräußerung von Vermögenswerten, fundiert werden. Sowohl Leistungsnachweise als auch

Ad-hoc-Mitteilungen können die Wertbestimmung der Unternehmensbeteiligung bei vorzeitiger Veräußerung auf Sekundärmärkten unterstützen.⁶²

Die Leistungsnachweise basieren auf einer strukturierten Zusammenstellung der bis zum Betrachtungszeitpunkt angefallenen Zahlungsströme im Vergleich zu den prognostizierten Zahlungsströmen (Soll-Ist-Vergleich) in Form einer Kapitalrückflussrechnung (Kapitel III.2.a). Darauf aufbauend müssen die Leistungsnachweise informationsverdichtende, finanzwirtschaftliche Kennzahlen (Kapitel III.2.b) sowie Analysen eingetretener Abweichungen (Kapitel III.2.c) beinhalten. Unabhängig von den jährlichen Berichtszeitpunkten der Leistungsnachweise müssen potentiell bewertungsrelevante Meldungen von den Emissionshäusern im Rahmen einer Ad-hoc-Publizitätspflicht veröffentlicht werden (Kapitel III.2.d).

a) Kapitalrückflussrechnung (Soll-Ist-Zahlenbasis) im Leistungsnachweis

Die nach den VBS im Leistungsnachweis anzugebende Kapitalrückflussrechnung orientiert sich an der Kapitalrückflussrechnung des Verkaufsprospekts. Durch einen strukturgleichen Aufbau wird ein konsistentes Berichtswesen bestehend aus Verkaufsprospekt und Leistungsnachweis gewährleistet. Charakteristisch für die Kapitalrückflussrechnung ist der aufgeführte periodische Soll-Ist-Vergleich und der über die Laufzeit kumulierte Soll-Ist-Vergleich. Die VBS sind dabei wiederum deutlich detaillierter als die Vorgaben des IDW EPS 902.⁶³

Unter Zugrundelegung der beispielhaften Daten des Immobilienfonds ergibt sich der in Tabelle 7 dargestellte Visualisierungsvorschlag unter Zugrundelegung des Betrachtungszeitpunkts 2006. Die entsprechenden Kapitalrückflussrechnungen des Solarenergie- und Schiffsfonds befinden sich in Anhang B. Anhand der Kapitalrückflussrechnung im Leis-

⁶² Neben der fortlaufenden Leistungsbewertung gemäß VBS kann die investimentrechtliche Rechnungslegung gemäß §§ 271, 272 KAGB i.V.m. §§ 26 ff. KARBV als Indikator für die Wertbestimmung dienen, da sich diese Bewertung nunmehr an True-and-Fair-View Grundsätzen zur Ermittlung von Marktwerten orientiert, vgl. *Bielenberg/Schmuhl* (2014).

⁶³ Es gelten hier die Ausführungen zur Kapitalrückflussrechnung im Verkaufsprospekt, vgl. Fußnote 36 bzw. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2012), Abschnitt 2.2 bis 2.6.

Tabelle 7. Kapitalrückflussrechnung Leistungsnachweis (Immobilienfonds)

Immobilienfonds (in TCAD)	2006			2003–2006		
	SOLL	IST	Abweich.	SOLL	IST	Abweich.
(1) Eigenkapital (inkl. Agio) davon Zuführungen	46.515	46.515		-	-	-
(2) Fremdkapital davon Zuführungen	52.081	52.081		46.515	46.515	-
(3) Zwischenfinanzierung davon Zuführungen				53.500	53.500	-
(4) Liquiditätsreserve	2.423	365	-2.058	-	-	-
(5) Gesamtinvestition davon Anschaffung/Herstellung davon Ingangsetzung/Sonstige	100.152	100.274	-122	-	-	-
(6) Steuerliches Ergebnis Steuerpflichtiges Ergebnis Kanada Steuerpflichtiges Ergebnis Deutschland	107	119	-12	89.020	89.010	10
(7) Laufende Einzahlungen (Mieteinzahlungen etc.)	18.136	16.155	-1.981	11.132	11.263	-131
(8) Objektverkauf				-	-	-
(9) Sonstige Einzahlungen (Zinsen)	122	244	122	-	-	-
(10) Laufende Auszahlungen (Instandhaltung etc.)	-5.614	-6.033	-418	54.527	50.588	-3.938
(11) Sonstige Auszahlungen (Verwaltung)	-389	-418	-29	295	483	189
(12) Steuern Fondsebene	-4.730	-4.740	-11	-16.761	-16.592	169
				-1.140	-1.054	86
				-13.836	-13.653	183

<i>Immobilienfonds (in TCAD)</i>	2006				2003–2006			
	SOLL		IST		SOLL		IST	
		Abweich.		Abweich.		Abweich.		Abweich.
(I) <i>Zahlungsüberschuss Fondsebene (Gesamtkapitalbasis)</i> (= 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12)	7.526	-2.317	5.209	-2.317	23.084	19.773	19.773	-3.312
(13) Tilgung Fremdkapital	-730		-730		-1.419		-1.419	
(14) Fremdkapitalzinsen	-3.013		-3.013		-9.138		-9.138	
(15) Steuervorteil Fremdfinanzierung								
(II) <i>Zahlungsüberschuss Fondsebene (Eigenkapitalbasis)</i> (= I + 13 + 14 + 15)	3.783	-2.317	1.466	-2.317	12.527	9.216	9.216	-3.312
(16) Δ Kapitalzuführungen/Investitionszahlungen					-137		-259	-122
(17) Erhöhung (-)/Verminderung (+) Liquiditätsreserve	-460	1.210	749	1.210	-2.423		-365	2.058
(III) <i>Zahlungsüberschuss Investorenebene vor ESt</i> Anteilig in % des Eigenkapitals (inkl. Agio) p.a. (= II + 16 + 17)	3.323	-1.108	2.215	-1.108	9.968	8.592	8.592	-1.376
(18) Einkommensteuern Investorenebene	-408	293	-116	293	-1.130	-705	-705	425
(IV) <i>Zahlungsüberschuss Investorenebene nach ESt</i> (= III + 18)	2.914	-815	2.099	-815	8.837	7.887	7.887	-950

tungsnachweis kann ein erster Soll-Ist-Vergleich⁶⁴ sowohl für das betrachtete Jahr als auch auf kumulierter Basis bis zum Betrachtungszeitpunkt erfolgen. Wie in Tabelle 7 deutlich wird, liegen insbesondere die laufenden Einzahlungen (Position (7)) des Immobilienfonds unter den Prognosewerten, was in unterplanmäßigen Zahlungsüberschüssen auf allen Bewertungsebenen (Positionen (I)–(IV)) resultiert. Ebenso wird ersichtlich, dass der planmäßige Aufbau einer Liquiditätsreserve (Position (4)) aus den genannten Gründen nicht eingehalten werden konnte.

b) Finanzwirtschaftliche Kennzahlen im Leistungsnachweis

Für die standardisierte Leistungsbewertung werden nach den VBS Renditekennzahlen auf unterschiedlichen Ebenen als auch barwertige Rückflusskennzahlen vorgeschlagen. Es existieren hierzu keine Vorgaben nach dem IDW EPS 902.

aa) Wertgewichtete Renditekennzahlen (Ist)

Um Abweichungen zum Verkaufsprospekt bestimmen zu können, erfolgt die Ermittlung der periodischen Renditekennzahlen für die Leistungsnachweise zu den jeweiligen Berichtszeitpunkten $i \in [0; T]$ auf Soll-Ist-Zahlenbasis, wobei sich die Berechnung an (1) orientiert. Für die Rückflüsse gilt einerseits, dass die Ist-Zahlenbasis (R_t^{Ist}) bis zum jeweiligen Berichtszeitpunkt i berücksichtigt wird. Für den Zeitraum bis zum Laufzeitende der Unternehmensbeteiligung wird andererseits die Soll-Zahlenbasis (R_t^{Soll}) des Verkaufsprospekts zugrunde gelegt. Das heißt, es erfolgt keine erneute Prognose von Soll-Werten.

$$(4) \quad r_i = \frac{\left(\sum_{t=0}^i R_t^{Ist} (1 + r_K)^{T-t} \right) + \left(\sum_{t=i+1}^T R_t^{Soll} (1 + r_K)^{T-t} \right)}{\left(\sum_{t=0}^i K_t^{Ist} (1 + r_K)^{-t} \right) + \left(\sum_{t=i+1}^T K_t^{Soll} (1 + r_K)^{-t} \right)} - 1$$

Für die realen Fondsdaten ergeben sich auf den genannten vier Ebenen die in Tabelle 8 dargestellten Renditen (r_i) zu den Berichtszeitpunkten 2006 bzw. 2007:

⁶⁴ Die Berechnung der Abweichungen in der Kapitalrückflussrechnung des Leistungsnachweises erfolgt durch Subtraktion der Soll-Werte von den Ist-Werten.

Tabelle 8
Renditekennzahlen Leistungsnachweis⁶⁵

<i>Bewertungsebene</i>	<i>Immobilien- fonds</i>	<i>Solar- energiefonds</i>	<i>Schiffs- fonds</i>
Gesamtkapitalrendite (GKR) p.a.	6,9 % (Soll: 7,1 %)	5,6 % (Soll: 5,4 %)	5,3 % (Soll: 5,6 %)
Eigenkapitalrendite (EKR) p.a.	8,0 % (Soll: 8,4 %)	6,7 % (Soll: 6,0 %)	5,3 % (Soll: 5,8 %)
Investorenrendite vor ESt (IR) p.a.	7,8 % (Soll: 8,1 %)	6,2 % (Soll: 5,8 %)	5,8 % (Soll: 5,9 %)
Investorenrendite nach ESt (IRS) p.a.	5,8 % (Soll: 6,0 %)	4,4 % (Soll: 4,1 %)	5,5 % (Soll: 5,4 %)

Am Beispiel des Immobilienfonds schlägt sich die bei der Kapitalrückflussrechnung (Soll-Ist-Zahlenbasis) bereits aufgezeigte unterplanmäßige Entwicklung der Zahlungsüberschüsse in unterplanmäßige Renditen (Soll-Ist-Zahlenbasis) auf allen Bewertungsebenen nieder. Eine ebenso unterplanmäßige Entwicklung weist der Schiffsfonds auf, wobei hier im Wesentlichen die unter den Prognosewerten liegenden laufenden Einzahlungen der Charratens sowie die über den Prognosewerten liegenden laufenden Auszahlungen des Schiffsbetriebs (vgl. Anhang B, Tabelle 12) ursächlich für die Abweichungen sind. Andererseits liegt die Investorenrendite nach Einkommensteuern über der Prognose des Verkaufsprospekts, da Steuerentlastungen bei Beginn der Nutzungsphase die unterplanmäßige wirtschaftliche Entwicklung des Fonds überkompensieren konnten. Dem entgegen weist der Solarenergiefonds durchweg gestiegene Renditen gegenüber der Prognose auf, die im Wesentlichen durch überplanmäßige Einzahlungen aus dem Stromverkauf bedingt sind (vgl. Anhang B, Tabelle 11).

⁶⁵ Die Renditen wurden gemäß (4) auf Grundlage der Daten der Kapitalrückflussrechnungen aus Leistungsnachweisen und Verkaufsprospekten berechnet. Die Renditekennzahlen gelten für die Leistungsnachweise der Berichtszeitpunkte 2006 (für den Immobilienfonds) bzw. 2007 (für den Solarenergie- und Schiffsfonds). Die in Klammern angegebenen Renditen (Soll) entsprechen den Angaben der Verkaufsprospekte, vgl. Tabelle 5.

bb) Barwertige Rückflusskennzahlen (Ist)

Die Ermittlung der kumulierten barwertigen Rückflusskennzahlen im Leistungsnachweis (a_i^{Ist}) zum jeweiligen Berichtszeitpunkt i erfolgt vergleichbar zu (2). Für die Rückflüsse gilt, dass die bis zum Berichtszeitpunkt tatsächlich erwirtschafteten und auf den Entscheidungszeitpunkt diskontierten Ist-Rückflüsse (R_t^{Ist}) ins Verhältnis zu den barwertigen Soll-Gesamtrückflüssen (R_t^{Soll}) des Verkaufsprospekts gesetzt werden müssen.

$$(5) \quad a_i^{Ist} = \frac{\sum_{t=0}^i R_t^{Ist} (1 + r_K)^{-t}}{\sum_{t=0}^T R_t^{Soll} (1 + r_K)^{-t}}$$

Dadurch kann ein Soll-Ist-Vergleich im Zeitablauf dargestellt werden, vgl. Abbildung 4. Verläuft die wirtschaftliche Entwicklung des geschlossenen Fonds prognosegemäß, so entsprechen sich die kumulierten barwertigen Rückflüsse auf Ist- und Soll-Zahlenbasis zu den jeweiligen Betrachtungszeitpunkten und weisen am Ende der Laufzeit einen jeweiligen Wert von 100 % aus. Liegt die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung unter bzw. über der Prognose, so sind die barwertigen Rückflüsse auf Ist-Zahlenbasis kleiner bzw. größer als die entsprechenden barwertigen Rückflüsse auf Soll-Zahlenbasis, wodurch bei überplanmäßiger Entwicklung auch Werte größer als 100 % ausgewiesen werden können.

Am Beispiel des Immobilienfonds ist ersichtlich, dass im Jahr 2004 sowie im Berichtszeitpunkt 2006 die barwertigen Rückflüsse auf Ist-Zahlenbasis unter den barwertigen Rückflüssen auf Soll-Zahlenbasis liegen, das heißt die barwertigen Ausschüttungen an die Privatinvestoren unterschreiten zu den Zeitpunkten die Prognose des Verkaufsprospekts. Einen ebenfalls negativen Zwischenstand zeigt der Schiffsfonds auf: Dieser ist im Jahr 2005 leicht über der Prognose der barwertigen Soll-Rückflüsse gestartet. Jedoch liegt seit 2006 eine ansteigende negative Abweichung der barwertigen Ist-Rückflüsse gegenüber den barwertigen Soll-Rückflüssen vor, welche im Berichtszeitpunkt bereits $-1,95\%$ beträgt. Dagegen weist der Solarenergiefonds zum Betrachtungszeitpunkt mit $+2,42\%$ eine für die Investoren positive Abweichung auf. Neben der visuellen Darstellung der barwertigen Rückflüsse sind die Soll-Ist-Abweichungen, welche im folgenden Kapitel analysiert werden (vgl. Formel (6)), für das Berichtsjahr explizit anzugeben.

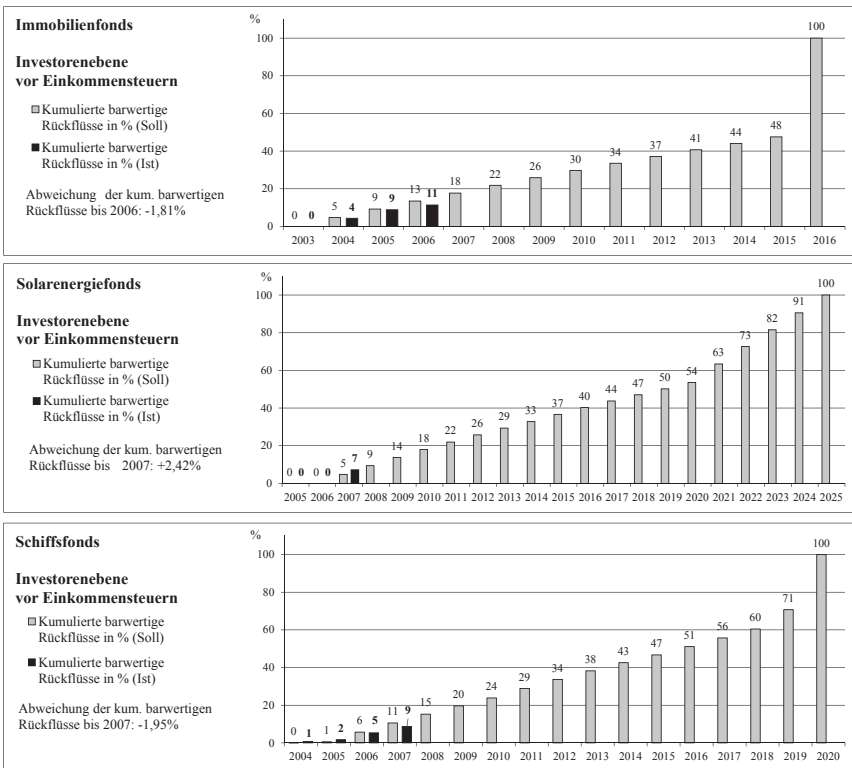


Abbildung 4: Visualisierungsvorschläge Kennzahlen Leistungsnachweis⁶⁶

c) Abweichungsanalyse im Leistungsnachweis

Betrachtet man den im Leistungsnachweis dargestellten Soll-Ist-Vergleich auf Basis von Kapitalrückflussrechnungen, Renditekennzahlen oder barwertigen Rückflüssen, so erlaubt dieser nur eingeschränkte Aussagen über die den Abweichungen zugrunde liegenden Ursachen. Die nach den VBS vorgeschlagene Abweichungsanalyse ermöglicht daher zusätzlich eine detailliertere Untersuchung der wesentlichen Einflussfaktoren für Abweichungen. Ziel ist die ursachengerechte Erklärung von Ab-

⁶⁶ Die barwertigen Ist-Rückflüsse werden bis zum Berichtszeitpunkt 2006 (für den Immobilienfonds) bzw. 2007 (für den Solarenergie- und Schiffsfonds) zusammen mit den barwertigen Ist-Rückflüssen der Vorjahre angegeben. Die barwertigen Soll-Rückflüsse entsprechen den Angaben der Verkaufsprospekte, vgl. Abbildung 1.

weichung der kumulierten barwertigen Rückflüsse Δa_i im Berichtszeitpunkt i anhand der Soll-Ist-Abweichungen der einzelnen Zahlungsströme $(CF_{j,t})$ jedes Einflussfaktors $j \in [1;J]$, der den Rückflüssen (R_t) zugrunde liegt.⁶⁷

$$(6) \quad \Delta a_i = a_i^{Ist} - a_i^{Soll} = \frac{\sum_{t=0}^i (R_t^{Ist} - R_t^{Soll})(1+r_K)^{-t}}{\sum_{t=0}^T R_t^{Soll}(1+r_K)^{-t}} = \sum_{j=1}^J \left(\frac{\sum_{t=0}^i (CF_{j,t}^{Ist} - CF_{j,t}^{Soll})(1+r_K)^{-t}}{\sum_{t=0}^T R_t^{Soll}(1+r_K)^{-t}} \right)$$

Anhand der in (6) dargestellten Beziehung kann für jeden Einflussfaktor j eine barwertige Soll-Ist-Abweichung angegeben werden. Ferner sorgt die Normierung der barwertigen Zahlungsströme des Einflussfaktors durch die barwertigen Gesamtrückflüsse für eine bessere Vergleichbarkeit. Aufgrund der Additivität der barwertigen Soll-Ist-Abweichungen besteht ein durchgängiger und aus Privatinvestorensicht verständlicher Zusammenhang zwischen den einzelnen Abweichungen und der Gesamtabweichung. Für die Bestimmung der Soll-Ist-Abweichungen ist zu berücksichtigen, dass bei multiplikativen Abhängigkeiten zwischen Einflussfaktoren Abweichungsüberschneidungen n -ten Grades (Kreuzprodukte) entstehen können, die einer verursachungsgerechten Zuordnung auf die Einflussfaktoren bedürfen. Aus Vereinfachungsgründen wird hier von einer symmetrischen Zurechnung ausgegangen.⁶⁸ Bei der Abweichungsanalyse sind nach den VBS die Einflussfaktoren der fünf größten barwertigen Soll-Ist-Abweichungen auszuweisen. Im Hinblick auf die nachfolgenden Leistungsnachweise gilt ein Beibehaltungsgebot. Unabhängig davon sind in jedem Fall die Abweichungen für die im Verkaufsprospekt ausgewiesenen Einflussfaktoren auszuweisen. Sämtliche übrigen Abweichungen werden in einem Restterm gebündelt. Unter Be-

⁶⁷ Die Fokussierung auf die Kennzahl barwertige Rückflüsse (an die Investoren vor Einkommensteuern) erfolgt, da eine Abweichungsanalyse unter Zugrundelegung mehrperiodiger Renditekennzahlen nicht möglich ist.

⁶⁸ Eine symmetrische Zurechnung von Abweichungsüberschneidungen auf Einflussfaktoren gewährleistet in der Regel keine verursachungsrechte Zurechnung von Abweichungen. Für eine Übersicht an alternativen Zurechnungsmethoden vgl. *Coenenberg* (2003), S. 363 ff.

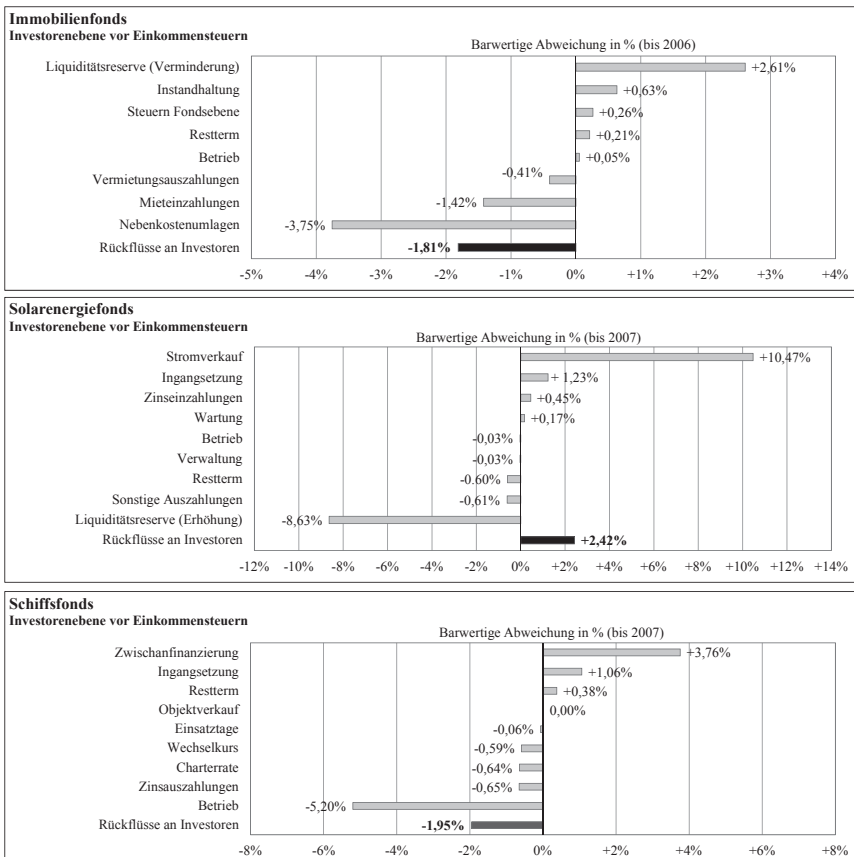


Abbildung 5: Visualisierungsvorschläge Abweichungsanalysen Leistungsnachweis⁶⁹

rücksichtigung der realen Fondsdaten ergeben sich die in Abbildung 5 dargestellten Visualisierungsvorschläge der Abweichungsanalysen.

Insgesamt weist der Immobilienfonds zum Betrachtungszeitpunkt eine unterplanmäßige Entwicklung mit einer Abweichung der barwertigen Rückflüsse an die Investoren von $-1,81\%$ auf. Geht man demnach ab

⁶⁹ Die angegebenen Abweichungen betreffen den Berichtszeitpunkt 2006 (für den Immobilienfonds) bzw. 2007 (für den Solarenergie- und Schiffsfonds). Die Abweichungen der angegebenen Einflussfaktoren erläutern die Ursachen der in Abbildung 4 aufgezeigten Soll-Ist-Abweichungen der kumulierten barwertigen Rückflüsse.

dem Betrachtungszeitpunkt von einem prognosegemäßen Verlauf der Fondsentwicklung aus, so werden insgesamt nur 98,19 % der prognostizierten barwertigen Rückflüsse an die Investoren erreicht. Hauptursächlich für die dargelegte Abweichung ist die negative Entwicklung der Positionen Nebenkostenumlagen und Mieteinzahlungen, was auf eine überplanmäßige Leerstandsrate sowie niedrigere Mietzinsen zurückzuführen ist. Des Weiteren wird ersichtlich, dass aufgrund geringerer Einzahlungen weniger Mittel als geplant in die Liquiditätsreserve eingestellt werden konnten. Bezogen auf die Prognose im Verkaufsprospekt entspricht dies einer Verminderung der Liquiditätsreserve. Unter Beibehaltung der ursprünglich geplanten Erhöhung der Liquiditätsreserve wäre die negative Abweichung der barwertigen Rückflüsse an die Investoren noch größer ausgefallen.

Einen konträren Zwischenstand weist dagegen der Solarenergiefonds auf: Die erwirtschafteten Einzahlungen aus dem Stromverkauf übersteigen deutlich die prognostizierten Werte. Ebenso ist die Ingangsetzung der Anlage günstiger als geplant verlaufen. Diese zusätzlichen Einzahlungen bzw. eingesparten Auszahlungen wurden zum kleineren Teil an die Investoren ausgeschüttet (Abweichung der barwertigen Rückflüsse an die Investoren um +2,42 %) und zum größeren Teil in die Liquiditätsreserve eingestellt (barwertige Abweichung Liquiditätsreserve (Erhöhung) um 8,63 %⁷⁰). Trotz teilweiser Thesaurierung der Liquiditätsüberschüsse liegt die Investorenrendite vor Einkommensteuern (Soll-Ist-Zahlenbasis) jedoch mit 6,2 % über der ursprünglichen Prognose von 5,8 % (vgl. Tabelle 8).

Der Schiffsfonds weist demgegenüber eine an der Prognose gemessene Abweichung der barwertigen Rückflüsse an die Investoren um -1,95 % auf, welche hauptsächlich durch überplanmäßige Auszahlungen für Betrieb und Zinsen, unterplanmäßige Charterraten sowie eine negative Entwicklung des Wechselkurses verursacht wird. Abgemildert wird diese negative Entwicklung durch eine nicht prospektierte Kapitalerhöhung in Form einer Zwischenfinanzierung. Die (unterplanmäßig) erfolgte Ausschüttung an die Investoren konnte somit im Berichtszeitpunkt nur aufgrund der eingegangenen Zwischenfinanzierung erfolgen, was die nega-

⁷⁰ Die Erhöhung der Liquiditätsreserve auf Fondsebene wird beim Solarenergiefonds in Abbildung 5 mit einem negativen Vorzeichen abgebildet, da sie aus Privatinvestorensicht (Investorenebene) eine Verminderung der Ausschüttung an die Privatinvestoren darstellt.

tive wirtschaftliche Entwicklung des Fonds hervorhebt und auf eine Insolvenzgefahr hindeutet.⁷¹

d) Ad-hoc-Meldungen

Um Privatinvestoren unabhängig von den jährlichen Berichtszeitpunkten der Leistungsnachweise über bewertungsrelevante Umstände zu informieren, schlagen die VBS die Einführung einer Ad-hoc-Publizitätspflicht für geschlossene Fonds vor.⁷² In diesem Rahmen sollen Emissionshäuser verpflichtet sein, während der Laufzeit der Beteiligung alle Tatsachen zu veröffentlichen, welche die Fähigkeit des Fonds zur Zahlung der prognostizierten Rückflüsse an die Privatinvestoren beeinträchtigen.⁷³ In der Ad-hoc Meldung muss folglich ein inhaltlicher Bezug zum Verkaufsprospekt hergestellt werden, damit Privatinvestoren eine Einordnung und Bewertung des eingetretenen Umstands vornehmen können.

Ad-hoc-Meldungen sind in Anlehnung an § 15 WpHG zunächst an die zuständige Aufsichtsbehörde, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, zu übermitteln, welche u. a. mit der Überwachung von umfangreichen Melde- und Berichtspflichten der Fondsgesellschaften betraut ist.⁷⁴ Hierzu zählen nach § 44 (4) KAGB bereits Unterrichtspflichten über die größten Risiken und deren Konzentration zur effektiven Überwachung von Systemrisiken. Weiterhin sind Ad-hoc-Meldungen durch Pressemitteilungen über Nachrichtenagenturen oder durch Bereitstellung auf den Internetseiten der Fondsgesellschaften zu veröffentlichen, damit Privatinvestoren gleichmäßig über die bewertungsrelevanten Tatsachen informiert werden. Dadurch wird die Transparenz von geschlossenen Fonds erhöht, und Privatinvestoren werden gleichzeitig in die Lage versetzt, anhand des in der Ad-hoc-Meldung dargelegten Umstands und in Kombination mit vorhandenen Analysen (bspw. aus Verkaufsprospekten und jährlichen Leistungsnachweisen) eine fortlaufende, subjektive Leistungsbewertung vornehmen zu können.

⁷¹ Der Schiffsfonds MT Ievoli Splendor (Marnavi Splendor GmbH & Co. KG) musste tatsächlich in 2011 Insolvenz beantragen, vgl. Financial Times Deutschland (2011).

⁷² Vgl. Fußnote 16.

⁷³ Publizitätspflichtige Tatsachen liegen bspw. vor, wenn ein periodischer Finanzierungseingangs in mindestens einer Periode oder Kapitalverlust der Investoren (Rendite = 0) droht, vgl. auch Kapitel III.1.c).

⁷⁴ Vgl. *Bußalb* (2013).

e) Zwischenfazit

Die dargestellten Komponenten der VBS für Leistungsnachweise und Ad-hoc-Mitteilungen ermöglichen eine fortlaufende Leistungsbewertung von geschlossenen Fonds, wobei eingetretene Abweichungen, deren wesentliche Einflussfaktoren und bewertungsrelevante Tatsachen transparent gemacht werden. Im Gegensatz zu Verkaufsprospekten steht in der fortlaufenden Leistungsbewertung jedoch nicht die vergleichende Betrachtung von alternativen geschlossenen Fonds im Vordergrund, sondern die Betrachtung einzelner Fonds und deren Entwicklung im Vergleich zur ursprünglichen Prognose. Hinsichtlich des Entscheidungsgehalts der dargestellten Informationen gelten dieselben Anforderungen an eine subjektive Bewertung durch die Privatinvestoren wie im Verkaufsprospekt.

IV. Zusammenfassung

Mit dem KAGB sind umfangreiche Informationspflichten auf geschlossene Publikumsfonds zugekommen. Es bleibt zu erwarten, dass diese jedoch aufgrund der fehlenden Operationalisierung nur bedingt zu einer Verbesserung der Produkttransparenz aus Privatinvestorensicht führen. Auch die geplanten Vorgaben des IDW ES4 n.F. bzw. des IDW EPS 902 können eine transparente Produktdarstellung, um damit die Informationsbeschaffungskosten von Privatinvestoren senken zu können, nur bedingt gewährleisten. Insofern mangelt es bislang an Vorgaben für eine einheitliche Darstellung von Chancen-/Risikoprofilen unterschiedlicher Fonds in Verkaufsprospekten und entsprechender fortlaufender Leistungsbewertungen.

Der vorliegende Beitrag stellt daher mit den Vorgaben für eine finanzwirtschaftliche Bewertungssystematik (VBS) Grundzüge⁷⁵ für eine konsistente finanzwirtschaftliche Chancen-/Risikobewertung bzw. einer entsprechenden Leistungsbewertung von geschlossenen Fonds vor. Kernbestandteil der Bewertungssystematik ist ein finanzwirtschaftliches Kennzahlensystem auf mehreren Ebenen, anhand dessen fondsstrukturspezifische Einflussfaktoren für die ex ante Bewertung in Verkaufsprospekten und die fortlaufende Leistungsbewertung in Leistungsnachwei-

⁷⁵ Aus Darstellungsgründen wurde bewusst auf die Abbildung von Spezialfällen verzichtet. Existieren bspw. mehrere Eigenkapitaltranchen, werden Dachfondskonstruktionen betrachtet oder kommt es zu nachträglichen Anpassungen der Laufzeit etc. so bedarf dies entsprechender Modifikationen der VBS.

sen transparent dargestellt werden können. Des Weiteren wird die Einführung einer Ad-Hoc-Publizitätspflicht für geschlossene Fonds vorgeschlagen. Die VBS berücksichtigen die Vorgaben des KAGB und erweitern die Vorgaben des IDW ES4 n.F. bzw. des IDW EPS 902. Zielsetzung ist dabei insbesondere die Schaffung von Transparenz für Privatinvestoren.

Zu berücksichtigen bleibt, dass die vorgeschlagenen VBS mit einem gewissen Umsetzungsaufwand verbunden sind. Zudem wird es bei spezifischen Fondskonstruktionen, wie zum Beispiel Private Equity Fonds, bei denen in der Regel keine Soll-Zahlenbasis bereitgestellt wird, nur möglich sein, die genannten Vorgaben in eingeschränkter Form anzuwenden. Ferner stellt sich bei derzeit rückläufigen Marktanteilen von geschlossenen Publikumsfonds⁷⁶ die Frage, ob eine zu den Vorgaben des KAGB bzw. des IDW zusätzlich selbstauferlegte Transparenz sinnvoll ist. Hier kann jedoch angeführt werden, dass mit dem sog. Europäischen Langfristigen Investmentfonds (ELTIF) ein neuer europäischer Investmentfondstyp ansteht, der vergleichbare Produktmerkmale zu geschlossenen Fonds aufweist und sich explizit auch an private Investoren adressieren wird.⁷⁷ Insofern sollte eine Kosten-Nutzen-Analyse der Anwendung der VBS nicht nur auf geschlossene Publikumsfonds begrenzt sein.

Literatur

- Baldwin*, R. H. (1959): How to assess Investment Proposals, *Harvard Business Review*, Vol. 37(3), S. 98–104.
- Bielenberg*, O./*Schmuhl*, W. (2014): Implikationen des KAGB auf die Rechnungslegung geschlossener Fonds, *Der Betrieb*, Vol. 67(20), S. 1089–1091.
- bsi* (2013): *bsi Branchenzahlen 2013* vom 25.03.2014, www.sachwertverband.de (abgerufen am 20.08.2014), Berlin.
- (2014a): *bsi-Standard Performance Bericht* vom 25.04.2014, www.sachwertverband.de (abgerufen am 01.12.2014), Berlin.
- (2014b): Öffentlich zugängliche Webseite zum Abruf von Verkaufsprospekten und Leistungsnachweisen von im bsi organisierten Mitgliedern, www.leistungsbilanzportal.de.
- Bundesministerium der Finanzen* (2014): Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern vom 22.05.2014, www.bundesfinanzministerium.de (abgerufen am 01.12.2014), Berlin.

⁷⁶ Das neu platzierte Eigenkapitalvolumen beträgt hier für 2013 2,31 Mrd. EUR (Vorjahr: 3,14 Mrd. EUR), vgl. *bsi* (2013), S. 43.

⁷⁷ Vgl. Europäische Union (2013).

- Bußalb, J.-P.* (2013): Die Kompetenzen der BaFin bei der Überwachung der Pflichten aus dem KAGB, in: Möllers, T. M. J./Kloyer, A. (Hrsg.), *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch*, 1. Auflage, München, S. 221–246.
- Busse von Colbe, W./Laßmann, G.* (1992): *Betriebswirtschaftstheorie 3 – Investitionstheorie*, 1. Aufl., Berlin.
- Coenenberg, A. G.* (2003): *Kostenrechnung und Kostenanalyse*, 5. Aufl., Stuttgart.
- Deutsche Börse AG* (2013): Monatsstatistik Kassamarkt, www.deutsche-boerse.com (abgerufen am 20.08.2014), Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesregierung* (2013): Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds vom 06.02.2013, Drucksache 17/12294 (AIFM-UmsG), Berlin.
- Europäische Union* (2004): Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (MiFID-Richtlinie), Brüssel, Straßburg.
- (2011): Richtlinie 2011/61/EU vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (AIFM-Richtlinie), Brüssel, Straßburg.
 - (2013): Neue Fonds vereinfachen langfristige Investitionen, Pressemitteilung der Europäischen Kommission (IP/13/605) vom 26.06.2013, www.europa.eu (abgerufen am 20.08.2014), Brüssel, Straßburg.
- Financial Times Deutschland* (2011): KGAL-Schiffsfonds fährt in die Pleite, 29.08.2011, www.genios.de (abgerufen am 20.08.2014), Hamburg.
- Gerhardt, R./Meyer, S.* (2013): The Effect of Personal Portfolio Reporting on Private Investors, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 27(3), S. 257–273.
- Giese, J.* (2004): *Faszination Wertpapier – Fakten und Hintergründe zum Anlegerverhalten in Deutschland*, Studie der DAB Bank, München.
- Glaser, M./Weber, M.* (2007): Why Inexperienced Investors Do Not Know Their Past Portfolio Performance, *Finance Research Letters*, Vol. 4(4), S. 203–216.
- Hoberg, P.* (1984): Investitionskriterien unter Berücksichtigung von Kapitalrestriktionen, *Der Betrieb*, Vol. 37(25), S. 1309–1314.
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.* (2006): Grundsätze ordnungsgemäßer Beurteilung von Verkaufsprospekten über öffentlich angebotene Vermögensanlagen vom 18.05.2006 (IDW S4), Düsseldorf.
- (2012): Entwurf Prüfungsstandard: Prüfung des Soll-Ist-Vergleichs in Leistungsnachweisen über durchgeführte Vermögensanlagen vom 07.09.2012 (IDW EPS 902), www.idw.de (abgerufen am 01.12.2014), Düsseldorf.

- (2013a): Anlage zu IDW ES 4 n.F.: Anforderungen an den Inhalt von Verkaufsprospekten über Kapitalanlagen vom 06.12.2013, www.idw.de (abgerufen am 01.12.2014), Düsseldorf.
 - (2013b): Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Grundsätze ordnungsmäßiger Begutachtung von Verkaufsprospekten über öffentlich angebotene Kapitalanlagen (offene und geschlossene Investmentvermögen) vom 06.12.2013 (IDW ES 4 n.F.), www.idw.de (abgerufen am 01.12.2014), Düsseldorf.
- Jacobs, J./Weinrich, G.* (2009): Analyse von geschlossenen Immobilienfonds mit stochastischer Simulation, *Die Betriebswirtschaft*, Vol. 69(3), S. 373–391.
- Klug, W./Schrah, B.* (2001): Immobilienfonds, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Auflage, Stuttgart, S. 1044–1055.
- Kruschwitz, L./Löffler, A.* (1999): Die statische Amortisationsrechnung ist besser als ihr Ruf!, *OR Spektrum*, Vol. 21(1–2), S. 287–303.
- Lüdicke, J./Arndt, J.-H.* (2013): Geschlossene Fonds – Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie- sowie Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten mit einem Exkurs Offene Fonds, 6. Aufl., München.
- Perridon, L./Steiner, M./Rathgeber, A.* (2012): *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 16. Aufl., München.
- Schweitzer, M./Küpper, H.-U.* (2008): *Systeme der Kosten- und Erlösrechnung*, 9. Aufl., München.
- Scope Corporation AG* (2013): *Emissionsführer Geschlossene Fonds – Februar bis Mai 2013*, Berlin.
- Verband geschlossene Fonds e.V.* (2012): Vorstudie „Leistungsbilanzanalyse“, Stand 01.11.2012, www.vgf-online.de (abgerufen am 20.08.2014), Verband geschlossene Fonds e.V. mit Wirkung zum 22.07.2013 in bsi Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e.V. umbenannt, Berlin.
- Vissing-Jorgenson, A.* (2002): Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures, National Bureau of Economic Research Nr. 8884, www.nber.org (abgerufen am 01.12.2014).
- Wallach, E.* (2014): Die Regulierung von Personengesellschaften im Kapitalanlagegesetzbuch, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Vol. 43 (2–3), S. 289–328.
- Wallmeier, M.* (2012): Transparenz im Zertifikate-Markt, Risikokennzahlen und andere Informationsinstrumente, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Vol. 64(2), S. 121–146.
- Zerfaß, A.* (2012): *Anlegerstudie 2012: Informationsanforderungen von Privatanlegern und Perspektiven für Investor Relations*, www.anlegerstudie.com (abgerufen am 01.12.2014), Leipzig.
- Zetzsche, D.* (2013), Grundprinzipien des KAGB, in: Möllers, T. M. J./Kloyer, A. (Hrsg.), *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch*, 1. Auflage, München, S. 131–160.

Anhang A: Kapitalrückflussrechnungen Verkaufsprospekt

Tabelle 9

Kapitalrückflussrechnung Verkaufsprospekt (Solarenergiefonds)

<i>Solarenergiefonds (in TEUR)</i>	2005	2006	2007	2008	...	2023	2024	2025
(1)* Eigenkapital (inkl. Agio)	3.060	6.120	6.120	6.120		3.519	2.274	858
davon Zuführungen	3.060	3.060						
(2)* Fremdkapital	16.175	15.618	14.504	13.390				
davon Zuführungen	16.175							
(3)* Zwischenfinanzierung	3.060							
davon Zuführungen	3.060	-3.060						
(4) Liquiditätsreserve	302	-354	-202	-72		580	485	604
(5)* Gesamtinvestition	22.205							
davon Anschaffung/Herstellung	20.834							
davon Inangasetzung/Sonstige	1.371							
(6) Steuerliches Ergebnis	-3.060	-2.883	-244	-65		1.013	1.015	1.280
(7) Laufende Einzahlungen (Stromverkauf)	300	2.262	2.257	2.253		2.185	2.180	2.176
(8) Objektverkauf								
(9) Sonstige Einzahlungen (Zinsen)	1	15	23	19		3	2	3
(10) Laufende Auszahlungen (Wartung, Pacht etc.)	-43	-165	-181	-198		-570	-275	-280
(11)* Sonstige Auszahlungen (Verwaltung)	-31	-64	-65	-67		-90	-91	-93
(12) Steuern Fondsebene						-160	-160	-201

Solarenergiefonds (in TEUR)	2005	2006	2007	2008	...	2023	2024	2025
(I) Zahlungsüberschuss Fondsebene (Gesamtkapitalbasis) (= 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12)	227	2.048	2.034	2.007		1.368	1.656	1.605
(13)* Tilgung Fremdkapital		-557	-1.114	-1.114				
(14)* Fremdkapitalzinsen	-15	-835	-706	-658		-14		
(15) Steuervorteil Fremdfinanzierung								
(II) Zahlungsüberschuss Fondsebene (Eigenkapitalbasis) (= I + 13 + 14 + 15)	212	656	214	235		1.354	1.656	1.605
(16) Δ Kapitalzuführungen/Investitionszahlungen (2005: 3.060+19.235-22.205)	90							
(17) Erhöhung (-)/Verminderung (+) Liquiditätsreserve	-302	-656	152	130		115	-95	119
(III)* Zahlungsüberschuss Investorenebene vor ESt Anteil in % des Eigenkapitals (inkl. Agio) p.a. (= II + 16 + 17)	0	366	366	365		1.469	1.561	1.724
(18)* Einkommensteuern Investorenebene	1.356	1.277	108	29		-449	-450	-567
(IV) Zahlungsüberschuss Investorenebene nach ESt (= III + 18)	1.356	1.277	474	394		1.020	1.111	1.157

Tabelle 10
Kapitalrückflussrechnung Verkaufsprospekt (Schiffsfonds)

<i>Schiffsfonds (in TEUR)</i>	2004	2005	2006	2007	...	2018	2019	2020
(1) Eigenkapital (inkl. Agio)	5.668	14.431	14.431	14.431		12.351	9.717	39
davon Zuführungen	5.668	8.763						
(2) Fremdkapital	23.652	21.962	20.273	18.584				
davon Zuführungen	23.652							
(3) Zwischenfinanzierung	7.287							
davon Zuführungen	7.287							
(4) Liquiditätsreserve	507	928	275	172		158	150	-63
(5) Gesamtinvestition	36.101	1.413						
davon Anschaffung/Herstellung	33.873							
davon Ingangsetzung/Sonstige	2.228	1.413						
(6) Steuerliches Ergebnis	-2.054	-2.565	-1.290	21		21	21	5.720
(7) Laufende Einzahlungen (Charterraten)		5.005	4.866	5.005		5.158	5.305	5.305
(8) Objektverkauf								6.758
(9) Sonstige Einzahlungen								
(10) Laufende Auszahlungen (Schiffsbetrieb)		-1.278	-1.669	-1.330		-2.060	-1.686	-1.720
(11) Sonstige Auszahlungen (Verwaltung)		-179	-179	-179		-178	-178	-236
(12) Steuern Fondsebene								

Schiffsfonds (in TEUR)	2004	2005	2006	2007	...	2018	2019	2020
(I) <i>Zahlungsüberschuss Fondsebene (Gesamtkapitalbasis)</i> (= 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12)		3.548	3.018	3.496		2.920	3.441	10.107
(13) Tilgung Fremdkapital		-1.690	-1.689	-1.689		-1.689		
(14) Fremdkapitalzinsen		-1.401	-1.068	-998		-96		
(15) Steuervorteil Fremdfinanzierung								
(II) <i>Zahlungsüberschuss Fondsebene (Eigenkapitalbasis)</i> (= I + 13 + 14 + 15)		457	261	809		1.135	3.441	10.107
(16) Δ Kapitalzuführungen/Investitionszahlungen (2004: 5.668 + 23.652 + 7.287 - 35.981 bzw. 2005: 8.763 - 1.350 - 7.287)	506	63						
(17) Erhöhung (-)/Verminderung (+) Liquiditätsreserve	-507	-421	653	103		377	8	213
(III) <i>Zahlungsüberschuss Investorenebene vor ESt</i>	-1	99	914	912		1.512	3.449	10.320
Anteil in % des Eigenkapitals (inkl. Agio) p.a. (= II + 16 + 17)	0,0	0,7	6,3	6,3		10,5	23,9	71,5
(18) Einkommensteuern Investorenebene	975	1.137	572	-9		-9	-9	-2.535
(IV) <i>Zahlungsüberschuss Investorenebene nach ESt</i> (= III + 18)	974	1.236	1.486	903		1.503	3.440	7.785

Anhang B: Kapitalrückflussrechnungen Leistungsnachweis

Tabelle 11

Kapitalrückflussrechnung Leistungsnachweis (Solarenergiefonds)

Solarenergiefonds (in TEUR)	2007			2005-2007		
	SOLL	IST	Abweich.	SOLL	IST	Abweich.
(1) Eigenkapital (inkl. Agio) davon Zuführungen	6.120	6.120	-	-	-	-
(2) Fremdkapital davon Zuführungen	14.504	14.476	-33	6.120	6.120	-
(3) Zwischenfinanzierung davon Zuführungen	-	-	28	16.175	16.175	-
(4) Liquiditätsreserve	-202	1.402	1.604	-	-	-
(5) Gesamtinvestition davon Anschaffung/Herstellung davon Ingangsetzung/Sonstige	22.205	22.120	85	-	-	-
(6) Steuerliches Ergebnis	-244	203	-447	20.834	20.834	85
(7) Laufende Einzahlungen (Stromverkauf)	2.257	2.668	411	4.819	5.585	766
(8) Objektverkauf	-	-	-	-	-	-
(9) Sonstige Einzahlungen (Zinsen)	23	48	25	39	72	33
(10) Laufende Auszahlungen (Wartung, Pacht etc.)	-181	-246	-65	-389	-458	-69
(11) Sonstige Auszahlungen (Verwaltung)	-65	-66	-1	-160	-162	-2
(12) Steuern Fondsebene	-	-	-	-	-	-

Solarenergiefonds (in TEUR)	2007			2005-2007		
	SOLL	IST	Abweich.	SOLL	IST	Abweich.
(I) Zahlungsüberschuss Fondsebene (Gesamtkapitalbasis) (= 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12)	2.034	2.404	370	4.309	5.038	729
(13) Tilgung Fremdkapital	-1.114	-1.699	-585	-1.671	-1.699	-28
(14) Fremdkapitalzinsen	-706	-700	6	-1.556	-1.562	-6
(15) Steuervorteil Fremdfinanzierung						
(II) Zahlungsüberschuss Fondsebene (Eigenkapitalbasis) (= I + 13 + 14 + 15)	214	5	-209	1.082	1.778	696
(16) Δ Kapitalzuführungen/Investitionszahlungen		33	33	90	176	85
(17) Erhöhung (-)/Verminderung (+) Liquiditätsreserve	152	513	361	-806	-1.402	-596
(III) Zahlungsüberschuss Investorebene vor ESt Anteilig in % des Eigenkapitals (inkl. Agio) p.a. (= II + 16 + 17)	366	551	185	366	551	185
(18) Einkommensteuer Investorebene	108	-90	-198	2.741	2.670	-72
(IV) Zahlungsüberschuss Investorebene nach ESt (= III + 18)	474	461	-13	3.108	3.220	113

Tabelle 12
Kapitalrückflussrechnung Leistungsnachweis (Schiffsfonds)

	2007			2004-2007		
	SOLL	IST	Abweich.	SOLL	IST	Abweich.
<i>Schiffsfonds (in TEUR)</i>						
(1) Eigenkapital (inkl. Agio) davon Zuführungen	14.431	14.431	-	-	-	-
(2) Fremdkapital davon Zuführungen	18.584	18.759	-175	14.431	14.431	-
(3) Zwischenfinanzierung davon Zuführungen		653	-653	23.652	23.652	-
(4) Liquiditätsreserve	842	261	-581	7.287	7.940	-653
(5) Gesamtinvestition davon Anschaffung/Herstellung davon Ingangsetzung/Sonstige	32.173	33.582	-1.409	-	-	-
(6) Steuerliches Ergebnis	21	21	-	33.873	33.873	-
(7) Laufende Einzahlungen (Charterraten)	5.005	4.743	-262	3.578	3.458	-
(8) Objektverkauf				-	-	-
(9) Sonstige Einzahlungen (Zinsen)		28	28	14.876	14.155	-721
(10) Laufende Auszahlungen (Schiffsbetrieb)	-1.330	-1.522	-192	-4.277	-5.024	-747
(11) Sonstige Auszahlungen (Verwaltung)	-179	-195	-16	-537	-522	15
(12) Steuern Fondsebene						

<i>Schiffsfonds (in TEUR)</i>	2007			2004-2007		
	SOLL	IST	Abweich.	SOLL	IST	Abweich.
(I) <i>Zahlungsüberschuss Fondsebene (Gesamtkapitalbasis)</i> (= 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12)	3.496	3.054	-442	10.062	8.649	-1.413
(13) Tilgung Fremdkapital	-1.689	-1.568	121	-5.068	-4.893	175
(14) Fremdkapitalzinsen	-998	-951	47	-3.467	-3.426	41
(15) Steuervorteil Fremdfinanzierung						
(II) <i>Zahlungsüberschuss Fondsebene (Eigenkapitalbasis)</i> (= I + 13 + 14 + 15)	809	535	-274	1.527	330	-1.197
(16) Δ Kapitalzuführungen/Investitionszahlungen				569	1.405	836
(17) Erhöhung (-)/Verminderung (+) Liquiditätsreserve	103	89	-14	-172	-177	-5
(III) <i>Zahlungsüberschuss Investorenebene vor ESt</i> Anteilig in % des Eigenkapitals (inkl. Agio) p.a. (= II + 16 + 17)	912	624	-288	1.924	1.558	-366
(18) Einkommensteuer Investorenebene	6	4	-2	13	11	-3
(IV) <i>Zahlungsüberschuss Investorenebene nach ESt</i> (= III + 18)	-9	-10	-1	2.674	3.366	692
	903	614	-289	4.598	4.924	326