

FONDS

professionell



MARKT & STRATEGIE

- » Im Kreuzverhör: Templeton Growth
- » Biodiversität als Anlagethema
- » Trotz der Dax der Flaute?
- » Top- und Flopfonds
- » Laufzeitfonds

ALLIANZ GI

„Ohne unseren Mutterkonzern wären wir pleitegegangen“

PRIVATE BANKING

Institute aus der Schweiz und Liechtenstein im Angriffsmodus

»Finanzwissen ins Wohnzimmer bringen«

Bundesministerin Bettina Stark-Watzinger will die Finanzbildung fördern. Dabei sind auch Anlageberater gefragt: Ein 15 Seiten starkes Spezial.

MORGENFUND

Die Baustellen der neuen Fondsplattform

RECRUITING

Wie Banken um den Nachwuchs buhlen

VERSICHERUNG

Makler klagen über schlechten Service

WOHNEN

Sechs Städte im Check aus Investorensicht



Mitgefangen – mitgegangen: Geschlossenen Fonds wird automatisch die zweithöchste von sieben Risikoklassen zugewiesen, auch wenn das im Einzelfall unangemessen ist. Es gibt aber KI-gestützte Alternativen.

Sehr Riskantes Investment

Der Regulator erklärt geschlossene Fonds per se zu Hochrisikoprodukten. Er sieht zwar Alternativen bei der Einordnung in **SRI-Klassen** vor, tut sich mit deren Anerkennung aber schwer.

Anfang dieses Jahres trat das „Basisinformationsblatt“ (BIB) an die Stelle der bis dahin verbindlichen „Wesentlichen Anlegerinformationen“ als Teil der Pflichtdokumente, die Anlegern eines AIF vor Zeichnung zur Kenntnis zu bringen sind. Eine wesentliche Neuerung besteht seither darin, dass für jedes Angebot ein „Summary Risk Indicator“ (SRI) angegeben werden muss. Auf einer Skala von eins (niedriges Risiko) bis sieben (hohes Risiko) muss jedes Produkt einer Risikoklasse zugeordnet werden (siehe auch FONDS professionell 4/2022, Seite 234).

Jede der sieben Risikoklassen steht für eine spezifische Kombination aus einem Kredit- und einem Marktrisiko. Das Kreditrisiko bemisst sich nach der Bonität des Schuldners, zur Ermittlung des Marktrisikos wird die Volatilität der Wertentwicklung der jeweiligen Assets herangezogen, und zwar anhand von vergangenheitsbezogenen Asset-Bewertungen, die mindestens monatlich erhoben worden sein müssen.

Pauschale Klassifizierung

Zum Zeitpunkt ihres Vertriebs gibt es allerdings für die Assets eines geschlossenen Fonds noch keine Historie und keine Bewertung, schon gar nicht auf Monatsbasis. Der Gesetzgeber legt fest, dass für alle

»Der Stellvertreter muss das Asset so genau wie möglich abbilden.«

Boris Wälchli, AAAccell

Anlageprodukte, die keine zumindest monatliche Preishistorie haben, einheitlich die SRI-Klasse „6“ anzugeben ist, und zwar unabhängig von der jeweiligen Assetklasse und davon, ob es sich um ein risikogemischtes Angebot handelt oder nicht.

Durch die pauschale Kategorisierung wird also keine Aussage zum Risiko eines konkreten Fonds getroffen. Vielmehr werden dadurch alle geschlossenen Fonds einheitlich zu Hochrisikoprodukten erklärt. „Das sind bestimmt auch einige, aber sicherlich nicht alle“, sagt Boris Wälchli vom Schweizer Fintech AAAccell, das einst als Spin-off aus der Universität Zürich heraus entstanden ist. Er verweist darauf, dass die technischen Regulierungsstandards (RTS), wie sie in der EU-Verordnung 2017/653 ausformuliert sind, durchaus Alternativen zur Zwangskategorisierung in die Risikoklasse „6“ vorsehen (siehe Kasten auf Seite 232).

Alternative Risikomessung

Aus der genannten Verordnung geht nämlich hervor, dass Anbieter von Anlageprodukten zur Verortung ihres Marktrisikos auch mit einer „geeigneten Benchmark“ oder einem „geeigneten Stellvertreter“ arbeiten können, sofern sich mit ihnen

FONDS KONGRESS

MANNHEIM, 24. + 25. JAN. 2024

„Revolution oder Illusion? Die Wahrheit über KI“ verspricht die Diskussion mit Oxford-Professorin

Sandra Wachter, Philosoph **Richard David Precht** und Finanzprofi **Marcel Reyers**.
ANMELDUNG: fondsprofessionell.de





Boris Wälchli, AAAccell: „Man überträgt die regelmäßige Preisermittlung auf ein anderes Modell auf Basis identischer preisbestimmender Faktoren.“

eine mindestens monatliche Preisfestsetzung darstellen lässt. Allerdings ist in den RTS nicht näher definiert, worin genau ein geeigneter Stellvertreter oder eine geeignete Benchmark besteht.

Wälchli hat ein Modell entwickelt, mit dem sich mittels künstlicher Intelligenz ein Replikationsportfolio aus Marktdaten zusammensetzen lässt, das das spezifische Risiko auch von AIF-Produkten misst. Das Replikationsportfolio fungiert dann als Stellvertreter der tatsächlichen Fondsobjekte und ermöglicht die geforderte Datenbereitstellung. „Dieser Stellvertreter muss den Anforderungen genügen, dass die nachgebildeten Werte tatsächlichen Werten entsprechen, mindestens monatlich abgerufen werden können und die Auswahl der Komponenten des Replikationsportfolios sinnvoll ist und begründet werden kann“, sagt Wälchli.

Value-at-Risk-Äquivalenz

„Während man das Kreditrisiko relativ leicht ermitteln kann,

ist das Marktrisiko beispielsweise eines Immobilienfonds ungleich schwerer zu beziffern“, beschreibt Rechtsanwalt Dietrich Wagner von der Kanzlei Leginom die Ausgangslage. Wagner begleitet das Angebot von AAAccell im Hinblick auf seine juristische Eignung, die Erfordernisse der PRIIP-Verordnung und der Basisinformationsblätter zu erfüllen.

„Beim Marktrisiko geht es um die Volatilität, die der Bemessung des ‚Value at Risk‘ entspricht, also letztlich um die Preisschwankung“, sagt Wagner. Die SRI-Klasse „6“ ist für Produkte vorgesehen, die eine Value-at-Risk-äquivalente Volatilität von 30 bis 80 Prozent aufweisen. „Die wären zum Beispiel mit einer hochspekulativen Aktie



Dietrich Wagner, Leginom: „Eigentlich sind offene Immobilienfonds genauso betroffen, denn auch sie verfügen über keine monatliche Preisdarstellung.“

vergleichbar. Das wird aber den meisten Sachwertefonds nicht gerecht. Freilich unterliegen auch Immobilien-Assets einer Volatilität, aber nicht von 30 bis 80 Prozent. Das ist viel zu hoch“, sagt Wagner.

»Das pessimistische, mittlere und optimistische Szenario ergab sich bei einer Anlage eines geeigneten Stellvertreters.«

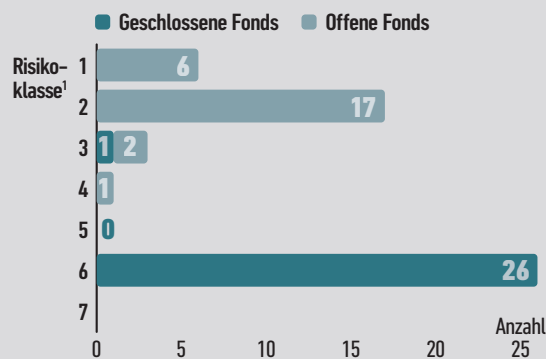
Aus dem BIB des geschlossenen AIF „Heidelberg Bahnstadt“, **Patrizia Grundinvest**

Replikationsportfolio

„Mittels eines Replikationsportfolios illiquide und nur schwer bewertbare Assets messbar zu machen, ist eine an den Finanzmärkten etablierte Methode“, sagt Wälchli. Bei Banken und Versicherungen sei die Arbeit mit Replikationsportfolios bereits Standard. Einem Replikationsportfolio liegen zwar andere Assets zugrunde, sie können aber bei entsprechender Gestaltung dieselbe Risiko-Ertrags-Struktur wie das darzustellende Produkt aufweisen. „Wir nutzen ein Modell künstlicher Intelligenz, mit dem wir aus einer großen Menge an verfügbaren Daten diejenigen Marktdaten herausfiltern, die geeignet sind, einen geeigneten Stellvertreter zusammenzusetzen. Der Stellvertreter muss

Im Zerrspiegel

Risikoklassen aktuell angebotener Publikums-AIFs



Bis auf eine Ausnahme haben alle geschlossenen Fonds die SRI-Klasse „6“. ¹ SRI-Klassifizierung gemäß PRIIP-Verordnung

Quelle: Basisinformationsblätter der Anbieter | Stand: 16. 10. 2023

das Asset so genau wie möglich abbilden“, sagt Wälchli.

Dabei geht es zunächst um die Überführung möglichst vieler Charakteristika des eigentlichen Gebäudes oder Portfolios in das Modell, darunter unter anderem die Größe der Objekte, ihr Alter und die Art ihrer Nutzung. „Dann wird das Modell mit vergleichbaren tatsächlichen Transaktionspreisen, wie sie beispielsweise von IZ-Research oder Eurostat zur Verfügung gestellt werden, gefüttert“, erklärt Wälchli. In einem Folgeschritt werden die preisbildenden Faktoren der Vergleichsimmobilien identifiziert und deren Einfluss im Zusammenspiel mit zahlreichen volkswirtschaftlichen Eckdaten ermittelt, darunter Kreditzinsentwicklung, Demografie, Wirtschaftskraft und Bauauftragsvolumen am jeweiligen Standort. Daraus wird schließlich eine Preiskurve generiert.

Backtesting

Weil es für die Preisentwicklung einer konkreten Immobilie keine historischen Datenreihen gibt, lässt sich die Aussagekraft des mit dem Modell gebauten Replikationsportfolios nicht unmittelbar backtesten. „Statt Immobilien wird dann beispielsweise ein Aktienkorb genommen, für den es ausreichend Daten gibt, um eine Zeitreihe detailliert nachzuzeichnen“, erläutert Wälchli.

Dann werden die preisbildungsrelevanten Faktoren des Immobilienmodells auf das Aktienportfolio angewandt. Das Modell ermittelt die Hauptwerttreiber der Aktien im Korb, und anschließend wird daraus ein Replikationsportfolio erstellt, woraus sich ein übertragbarer Marktrisiko-Indikator ergibt. „Das Prinzip ist eigentlich ganz einfach“, sagt Wälchli, „es geht um die Übertragung einer regelmäßigen Preisermittlung auf ein anderes Modell auf Basis identischer preisbestimmender Faktoren.“



»Die Risikostrukturen werden durchaus unterschiedlich reflektiert.«

Ulrich Keunecke, KPMG

Praxis

Einen Praxistest hat das Stellvertreter-Modell auch schon bestanden. Das BIB für den geschlossenen Immobilienfonds Heidelberg-Bahnstadt von Fondsanbieter Patrizia Grundinvest weist als relevante SRI-

Klasse nicht „6“ aus, sondern „3“. Das entspricht einer Volatilität gemäß Value-at-Risk-Ansatz von fünf bis zwölf Prozent. Das ist bei der Aufsichtsbehörde Bafin ohne Beanstandung geblieben.

Mit weiteren Verfahren tut sich die Bafin jedoch schwer. „Aktuell liegen der Bafin drei Publikums-AIFs zur Prüfung vor, die in ihren BIB von der automatisierten Zuweisung in SRI 6 abweichen und das mit dem AAAccell-Modell begründen“, sagt Wagner. Die Aufsicht behalte sich jedoch vor, das Modell zunächst noch mal einer grundsätzlichen Prüfung zu unterziehen, und reklamiere dafür mehr Zeit.

Ungleichbehandlung

„Eigentlich sind offene Immobilienfonds genauso betroffen, denn auch die verfügen über keine monatliche Preisdarstellung ihrer Assets, sondern schreiben ihre bestenfalls quartalsweise ermittelten Bewertungsdaten fort“, erklärt Wagner nicht ohne Unmut. So gesehen kann auch ein offener Immobilienfonds für die Einordnung in eine der sieben SRI-Klassen eigentlich nur dann auf seine Anteilspreise abstellen, wenn diese auf Basis eines monatlichen Bewertungsrhythmus erstellt würden.

Eine Ungleichbehandlung offener und geschlossener Fonds stellt auch Rechtsanwalt Ulrich Keunecke, Partner bei KPMG, fest: „Die fehlende laufende Fortschreibung der Wertentwicklung der Assets eines geschlossenen Fonds mag zwar die laufende unterjährige Bestimmung seines Anteilspreises erschweren, allein daraus jedoch ein erhöhtes Risiko abzuleiten, wird dem tatsächlichen Risiko, das vom Asset des geschlossenen Fonds ausgeht, nicht gerecht. In den jeweiligen Basisinformationsblättern wird die Risikostruktur offener und geschlossener Immobilienfonds durchaus unterschiedlich reflektiert.“

TILMAN WELTHER **FF**

„Geeignete Stellvertreter“



Die technischen Regulierungsstandards, wie sie in der Delegierten Verordnung (EU) 2017/653 vorgegeben sind, eröffnen auch Publikums-AIFs die Möglichkeit, das Marktrisiko als Teil des „Summary Risk Indicator“ und die Performanceszenarien anhand von „geeigneten Stellvertretern“ zu ermitteln, wenn es an einer hinreichenden Datengrundlage fehlt. Im Regelwerk heißt es (Hervorhebung durch die Redaktion): **„Verwendung geeigneter Benchmarks oder Stellvertreter zur Spezifikation der PRIIP-Kategorien:** Soweit von einem PRIIP-Hersteller geeignete **Benchmarks oder Stellvertreter** verwendet werden, sind diese Benchmarks oder Stellvertreter repräsentativ für die Vermögenswerte oder Engagements, die die Performance des PRIIP bestimmen. Der PRIIP-Hersteller dokumentiert die Verwendung solcher Benchmarks oder Stellvertreter.“

Quelle: Delegierte Verordnung (EU) 2017/653, Anhang II, Teil 1, nach Nr. 7