

VGF Verband geschlossene Fonds e.V. (VGF)  
Georgenstrasse 24  
10117 Berlin

Stellungnahme betreffend „Grundsätze zur ordnungsgemäßen Bewertung von geschlossenen Fonds und deren Anbieter“ des VGF

Präambel

Der VGF ist ein Verband von Emissionshäusern geschlossener Fonds. Die Unternehmen haben das legitime Interesse, Fonds mit Eigenkapital vornehmlich deutscher Anleger zu versorgen. Positive Werturteile durch Analysehäuser oder Ratingagenturen sind hier verständlicherweise jederzeit willkommen. Kritische Analysen, welche den Vertriebsprozess eher behindern, sind hingegen bei den jeweils betroffenen Emissionshäusern weitaus weniger beliebt. Infolgedessen ist hinsichtlich der besagten Grundsätze darauf zu achten, dass unabhängige Analysehäuser in ihrer Tätigkeit in keiner Weise durch Interessen der Emissionshäuser beschränkt werden. FondsMedia weist daher an dieser Stelle ausdrücklich darauf hin, dass wir uns in letzter Konsequenz nur unseren hausinternen Grundsätzen verpflichtet sehen.

### 1. Einführung

In der Einführung des oben genannten Dokumentes wird zunächst im ersten Absatz ein Verhaltenskodex angesprochen. Im zweiten Absatz ist von allgemeingültigen Standards für die Analyse und Bewertung geschlossener Fonds zu lesen. Sofern es sich mit allgemeinen Standards um verhaltensorientierte Ansätze handelt, deren Einhaltung auf Grundwerten wie Respekt, Verantwortung und Verbindlichkeit basieren, unterstützt FondsMedia diesen Ansatz. Eine Angleichung von Methoden, Ratingverfahren und ähnliches lehnt FondsMedia ausdrücklich ab. Als lernenden und lebendiges Unternehmen legen wir großen Wert auf eigenständige Analyseverfahren, Wertmaßstäbe usw. Eine Monokultur wäre für den Markt geschlossener Fonds nicht wünschenswert.

### 2. Unabhängigkeit

Wir halten diesen Punkt für eine Selbstverständlichkeit.

### 3. Objektivität und Integrität

Wir halten diesen Punkt in Sachen Objektivität für Wunschdenken. Da die Menschheit durch subjektive Wahrnehmungen geprägt ist, gilt dieses auch für Analysten. Es gibt keine objektiven Analysen. Die Struktur der Analyse, Bewertungsmaßstäbe und Schlussfolgerungen (Interpretationen) entspringen subjektiven und damit willkürlichen Selektionsprozessen durch das jeweilige Analysehaus. Welchen Wert die Ergebnisse von Analyse-Dienstleistern haben, entscheidet der Markt. Sofern Analysen bzw. Ratings zu Ergebnissen kommen, die nur schwer nachvollziehbar sind, dürfte es hier an transparenten Begründungen mangeln. Es gibt keine guten und schlechten Standpunkte – der Unterschied liegt in der Qualität der Begründung. Wir schlagen daher vor, den Begriff Objektivität durch „faktische Begründungen“ zu ersetzen. In diesem Sinne sind für uns Objektivität und Integrität Eckpfeiler unserer beruflichen Tätigkeit.

#### 4. Interessenskonflikte

**Auch diesen Grundsatz halten wir weitgehend für selbstverständlich. Wir schlagen allerdings vor, den letzten Halbsatz des ersten Absatz auf Seite 6 ersatzlos zu streichen. Hier heißt es: (...), sowie Personen, die in unmittelbarer persönlicher Beziehung zu Mitarbeitern bei den zu bewertenden Unternehmen stehen, sollten vom Bewertungsprozess ausgeschlossen werden.“**

Sämtliche Mitarbeiter von FondsMedia unterhalten zu unseren Auftraggebern ein unmittelbares persönliches Verhältnis. Im übrigen können wir uns mittelbare persönliche Beziehungen nicht sinnvoll vorstellen. Für unsere Arbeit sind interne Kenntnisse über das zu beurteilende Managementteam und deren Produkte unverzichtbar. Eine persönliche Beziehung muss nicht zwangsläufig zu manipulierbaren Analyseergebnissen führen. Erfahrene Analysten sind in der Lage, eine professionelle Grenze zwischen persönlichen Beziehungen und der Bewertung von Unternehmen und Fonds zu ziehen. Die Performance eines geschlossenen Fonds hängt nicht vom Papier ab, sondern von den Menschen, die aktiv etwas für die Performance tun. Eine persönliche Kenntnis über die zentralen Manager ist daher von hoher Bedeutung. Folgende Formulierung würden wir als sachgerecht erachten und uneingeschränkt unterstützen:

*Die Geschäftsführung des Analyseunternehmens stellt sicher, dass Analyseergebnisse frei und unvoreingenommen von vorhandenen oder nicht vorhandenen persönlichen Beziehungen sind. Durch diesen Grundsatz wird eine Gleichbehandlung der zu bewertenden Unternehmen/Fonds dauerhaft sichergestellt.*

#### 5. Eigengeschäfte

**Wir hatten bereits darauf hingewiesen, dass ein professioneller Analyst für geschlossene Fonds selbstverständlich in - subjektiv - als besonders hochwertig erachtete Beteiligungen investieren wird. Ein Aktienanalyst wird auch nicht prinzipiell lebenslang vom Börsenparkett verbannt. Folgende Formulierung halten wir für geeignet und unterstützenswert: *Sofern ein Analyst privat in eigens analysierte geschlossene Fonds investiert, betrachtet dieser seine subjektive Investitionsentscheidung als Privatangelegenheit und bewahrt hierüber strengstes Stillschweigen.***

#### 6. Transparenz/Qualifikation

Dieser Grundsatz wird von FondsMedia als selbstverständlich erachtet.

#### 7. Beziehungen zwischen den Analysten und dem Emittent/Anbieter

**Sofern die Punkte 1 bis 6 durch die Mitarbeiter des Analyseunternehmens gelebt werden, erscheint dieser Punkt obsolet. Diese Teilpassage ist äußerst kritisch zu beurteilen:**

*„Dem Emittenten bzw. Anbieter ist ein Appellationsrecht rechtzeitig vor Veröffentlichung des Ergebnisses einzuräumen, damit dieser auf eventuelle Fehleinschätzungen bzw. Unzulänglichkeiten frühzeitig hinweisen kann. Bewertungen sollen nicht veröffentlicht werden, bevor dem Emittenten bzw. Anbieter die Möglichkeit eingeräumt wurde, sich innerhalb einer adäquaten Frist zur Bewertung zu äußern“. „Vor der Veröffentlichung von auftraglosen Bewertungen sollte dem Emittent bzw. Anbieter Einsicht in den Vorgang gewährt und Gelegenheit zu Richtigstellungen gegeben werden“.*

**Wie unabhängig ist ein Analysehaus, das vor lauter „Fehleinschätzungen“ und „Unzulänglichkeiten“ besser gleich das Emissionshaus vorab informiert, auf die Korrekturen zur Richtigstellung (!) wartet und etwaige Einwände des Emissionshaus im Maßstab 1:1 nach außen kommuniziert? Man könnte hier auch festlegen, dass Analysten bei Bedarf ein Praktikum beim Emissionshaus machen dürfen, um das Unternehmen und dessen Fonds verstehen zu können.**

Aus Sicht von FondsMedia beziehen sich die Grundsätze des VGF auf professionelle Analysehäuser und deren Mitarbeiter. Die genannten Passagen beziehen sich offensichtlich auf höchst fragwürdige Analysten bzw. Analyseunternehmen und deren Veröffentlichungen. Da FondsMedia für sich in Anspruch nimmt, professionelle Ergebnisse zu publizieren, lehnen wir Grundsätze ab, die unsere Unternehmenskommunikation und damit unsere Unabhängigkeit einschränken. Wir sehen nicht ein, unsere Kommunikationsfreiheit aufgrund Schwarzer Analyseschafe zu verabschieden.

Sofern ein Analyst durch Fehleinschätzungen und Unzulänglichkeiten glänzt, würden erfahrungsgemäß Appellationsrechte und Möglichkeiten zur Stellungnahme kaum weiterhelfen. Gegen Dummheit bzw. Ignoranz ist noch kein Kraut gewachsen.

Weiterhin stellt sich die Frage, wer eigentlich feststellen soll, wann eine Fehleinschätzung bzw. Unzulänglichkeit vorliegt. Die Emissionshäuser können nicht gemeint sein, andernfalls könnten diese dann besser gleich selbst die Analysen schreiben.

Auf der anderen Seite erscheint es durchaus verständlich, dass sich seriöse Emissionshäuser gegen absurde bzw. unseriöse Analyseurteile zur Wehr setzen wollen. Das deutsche Zivilrecht sieht ausreichend Möglichkeiten vor, sich gegen unlautere Behauptungen wirksam zur Wehr zu setzen. Erstrittene bzw. rechtswirksame Urteile könnten durch den VGF gesammelt und online publiziert werden. Solche weitreichenden Ergebnisse wären für alle Marktteilnehmer eine hilfreiche Information.

## **8. Informationsbeschaffung**

Dieser Punkt ist das kleine 1\*1 für professionelle Analysehäuser.

## **9. Ratingverfahren / Informationsverarbeitung**

Siehe Punkt 8.

## **10. Einhaltung der Grundsätze**

Eine vertretbare administrative Belastung, der FondsMedia gern nachkommt.

Gez. Peter Kastell  
Geschäftsführender Gesellschafter  
im Dezember 2007