



Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

21SHARES



PIMCO



Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor!

Mittwoch, 9. Dezember 2020 (11:00 – 12:00 Uhr)

BAI Webinar "Impact Investing in Entwicklungsländern: Wie alternative Assetklassen zu einer nachhaltigen Zukunft beitragen können"

Freitag, 11. Dezember 2020 (9:00 – 10:15 Uhr)

BAI Webinar "Digitale Assets: Neue Möglichkeiten für Asset Manager. Welche neuen Geschäftsmodelle und Herausforderungen ergeben sich für Asset Manager?" (Teil 2)

Mittwoch, 27. Januar 2021

BAI Webinar Spezial „Q&A mit der BAI-Geschäftsstelle“

Diskutieren Sie mit der BAI-Geschäftsstelle zu Regulierungs- und Marktthemen, Veranstaltungen, etc. Nähere Informationen folgen in Kürze.

Dienstag, 27. bis Freitag, 30. April 2021 (virtuell)

BAI Alternative Investor Conference (AIC)

Der jährliche Branchentreff in Deutschland, auf dem sich insbesondere institutionelle Investoren über neueste Entwicklungen in der AI-Industrie austauschen können - dieses Mal als Virtual Experience! Mit hochkarätigen Key-note Vorträgen, u.a. von **Prof. Dr. Veronika Grimm**, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, und **Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro**, Professor of International Economics, IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD. Seien Sie gespannt auf abwechslungsreiche Paneldiskussionen, Fachvorträge, ein Investoren-Special-Day, virtuelle Stände sowie interaktive Networkingmöglichkeiten wie Videokonferenzen, Diskussionsrunden und Chats!

Inhalt

- 3** Leitartikel
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 7** Mitgliederneuvorstellungen
- 9** Veränderungen im BAI-Vorstand und im Investorenbeirat
- 10** BAI Alternative Investor Survey 2020 – Crypto Assets: Investitionshindernisse unter der Lupe
Philipp Bunnenberg und Sven Gralla, BAI e.V.
- 12** Artificial Intelligence in Asset Management
Söhnke M. Bartram, Jürgen Branke, both University of Warwick, Mehrshad Motahari, University of Cambridge
- 14** Investorenmeinung
Interview mit Armin Beerwart, W&W Asset Management GmbH
- 19** Bitcoin und sein kleiner Cousin Ethereum
Hansen Wang, 21Shares AG
- 21** Kryptowährungsfonds: Welche Möglichkeiten gibt es in Luxemburg?
Henning Schwabe, Arendt & Medernach SA
- 25** Die Kryptoverwahrstelle im Rahmen der OGAW- und AIFM-Regulierung
Dr. Martin Schulte und Dr. Nick Wittek, Jones Day
- 29** Schiffskredite als attraktive Anlageklasse innerhalb des Debt Marktes
Jens Dose und Christian L. Speer, M.M.Warburg & CO
- 33** Mehr Chancen bei notleidenden Kreditenaufgrund von Unsicherheiten im mittleren Marktsegment
Adam Gubner und Christopher Neumeyer, PIMCO
- 37** Technologie als Change Enabler im Kapitalmarkt - elektronische Wertpapiere und Crypto Assets als neue Assetklasse?
Andreas Traum und Michael Mende, PwC
- 40** Es ist Unmöglich
Oliver Freigang und Gregor Kreuzer, qashqade AG
- 44** Künstliche Intelligenz in der modernen Vermögensanlage und Handelsüberwachung
Dr. Stefan Nann, Stockpulse GmbH
- 51** Veranstaltungshinweise
- 54** Buchvorstellungen

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,

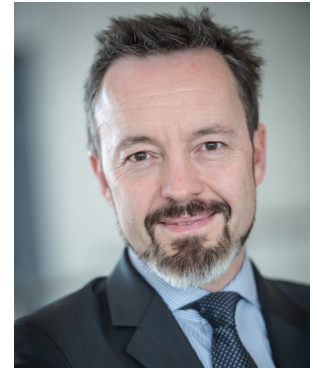
Das digitale Portfolio kommt und der digitale Asset Manager auch – vom Himmel hoch, da komm ich her

Alle Jahre wieder... widmen wir einen BAI-Newsletter dem Schwerpunktthema Digitalisierung bzw. Digitale Assets. Der digitale Wandel ist ein Megathema, welches natürlich auch Sie umtreibt und nicht ohne Grund adressieren wir diese Thematik seit über drei Jahren in Newslettern, Gastbeiträgen, Podiumsdiskussionen, Webinaren und sogar BAI Insights, als wir diese noch abhalten konnten. Im einschlägigen BAI Newsletter aus dem letzten Jahr bin ich auf die Blockchain-Strategie der Bundesregierung, das gemeinsame Eckpunktepapier von BMF und BMJV über elektronische Wertpapiere und zur Regulierung von Krypto-Token sowie die Einführung des neuen KWG-Tatbestands des Kryptoverwahrgeschäfts eingegangen. Seitdem ist über ein Jahr vergangen, so dass sich die Frage aufdrängt, was in der Zwischenzeit passiert ist?

Mit dem Tempo in einer digitalen Welt kann der Gesetzgeber leider nicht mithalten. Aber er hat erkannt, dass klare gesetzliche Regelungen in diesem Bereich dringend nötig sind. Dies verdeutlicht zum einen schon die ökonomische Bedeutung, die den technischen Entwicklungen, insbesondere also durch die Blockchain bzw. Distributed Ledger Technologie, mittlerweile zukommt. Getragen wurde die Entwicklung bekanntlich zunächst von den Kryptowährungen, die bereits im Jahre 2009 aufkamen und eine beträchtliche Marktkapitalisierung entwickelten. Die Marktkapitalisierung des Bitcoins, der populärsten Kryptowährung, eilt von Höchststand zu Höchststand und beträgt – zumindest manchmal - rund 300 Mrd. USD, unterliegt dabei allerdings signifikanten Schwankungen, wie man zuletzt wieder gut beobachten konnte. Neben dem schillernden Beispiel Bitcoin entwickelt sich der gesamte Bereich der Krypto-Assets, in den viele ernstzunehmenden Anlagekonzepte fallen, rasant weiter und immer mehr Studien, wie z.B. der Institutional Investors Digital Asset Survey 2020 von Fidelity, zeigen, dass dieses Anlagethema auch mehr und mehr in den Fokus institutioneller Anleger rückt, zumindest global. Wie deutsche institutionelle Investoren zu Krypto-Assets stehen, auch perspektivisch, lesen Sie übrigens in diesem Newsletter im Beitrag „Crypto Assets: Investitionshindernisse unter der Lupe“ von Philipp Bunnenberg und Sven Gralla vom BAI.

Neben dem Anlageaspekt steht nicht minder bedeutsam der Service- und Infrastrukturaspekt im Kontext von Blockchain & Co. Gerade hier sind die Auswirkungen auch auf die gesamte Asset-Management-Branche riesig, wie auch ein Blick nach Luxemburg zeigt, wo diverse Marktteilnehmer mit der Börse Luxemburg und Clearstream eine DLT

Plattform für die Fondsbranche mit dem Namen FundsDLT aufgesetzt haben. Dabei geht es – grob gesagt – um die Rationalisierung unterschiedlicher Fondsvertriebsaktivitäten durch die Blockchain, u.a. mit der Zielsetzung, Prozesse auf sichere Weise zu automatisieren. Bereits im Jahr 2017 wurde dort übrigens die erste Fondszeichnung über die Blockchain abgewickelt!



Frank Dornseifer,
BAI e.V.

Dass sich die Ausbreitung dieser Technologien und die Anwendungsmöglichkeiten also nicht einbremsen lassen, hat auch die Politik erkannt und setzt nun viel daran, einen entsprechenden regulatorischen Rahmen zu schaffen. Im August wurde dann endlich – auf Basis des Eckpunktepapiers aus dem letzten Jahr – der lang erwartete Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG) veröffentlicht und zur Konsultation gestellt, der nicht nur die Einführung von digitalen, also unverbrieften Wertpapieren vorsieht, sondern auch die Begebung von Wertpapieren auf der Blockchain ermöglichen soll. Nur kurze Zeit später folgte dann auf europäischer Ebene die Vorstellung des Digital Finance Package, welches verschiedene Aspekte verknüpft, die auch die Alternative-Investment-Branche signifikant betreffen werden.

Zum einen geht es dabei um den Umgang mit unterschiedlichen digitalen Risiken (ICT risks, Information Communication Technologies), die natürlich auch für KVGGen/AIFMs von Bedeutung sind, also auch unabhängig davon, ob in Kryptowerte investiert wird oder nicht. Entsprechende Vorgaben und Anforderungen enthält die Verordnung über Digital Operational Resilience for the financial sector (**DORA**). Korrespondierend sollen über eine Änderungsrichtlinie diverse Finanzmarkttrichtlinien, u.a. MiFID II, UCITS, AIFMD geändert werden, woraus neue Anforderungen für das Risikomanagement bspw. für KVGGen resultieren. Nicht minder bedeutend ist der Vorschlag für eine Verordnung für Krypto-Assets-Märkte, Markets in Crypto-assets Regulation (**MiCAR**), die den zukünftigen Regulierungs- und Aufsichtsrahmen für unterschiedliche Arten von Krypto-Assets (Asset-referenced Tokens, electronic-money tokens, other Crypto Assets (als Auffangtatbestand)) darstellen wird, soweit entsprechende Krypto-Assets nicht als Finanzinstrumente unter MiFID qualifizieren. Dabei wird die MiCA-Verordnung das deutsche Recht überlagern, hier vor allem die bisher von der BaFin etablierte Verwaltungspraxis in Bezug auf Krypto-Assets. Letztendlich geht es

auch um die Frage, ob und in welcher Form zukünftig auf Krypto-Assets basierende Geschäftsmodelle in Konkurrenz zu „klassischen“ alternativen Investmentfonds treten werden.

Im Ergebnis ist dieses neue Aufsichtsregime natürlich nicht nur für alternative Investmentfonds und deren Anlageuniversum von besonderem Interesse, sondern auch vor dem Hintergrund, ob und wie zukünftig herkömmliche Vermögenswerte digitalisiert werden können bzw. wie neue Technologien in unterschiedlichen Tätigkeitsbereichen und Prozessen zum Einsatz kommen. Für diese neue Infrastruktur und damit zusammenhängende Dienstleistungen bedarf es natürlich auch eines Aufsichtsrahmens. Auf der technologischen Seite ist sodann der Verordnungsvorschlag für ein **Pilotregime für DLT-basierte Marktinfrastrukturen** zu nennen, der die Anforderungen für MTFs und CSDs, die die DLT nutzen, enthält. Auch dieser Aspekt ist also für Asset Manager von zentraler Bedeutung.

Die zentrale Botschaft muss daher an dieser Stelle lauten, dass Blockchain bzw. DLT nicht nur auf das Anlagethema digitale bzw. Krypto-Assets reduziert werden sollte, sondern dass vor allem die technologischen Auswirkungen auf die Wertschöpfungskette der Asset Manager in den Fokus genommen werden sollten. Alle Bereiche der Wertschöpfungskette, angefangen von Front Office (z.B. Transaktionsausführung), Middle Office (z.B. Settlement) und Back Office (z.B. Accounting, Bewertung, Collateral Management), über Vertrieb und Legal & Compliance bis hin zu Risikomanagement (z.B. Liquiditätsmanagement) und Reporting (für Aufsichts-, Investoren-, Steuerzwecke, etc.) werden vom technologischen Wandel beeinflusst sein.

Kurzum: nicht nur das Portfolio, auch der Asset Manager wird digital! Auch deshalb begleiten wir die vorgenannten Gesetzesvorhaben auf nationaler und europäischer Ebene engmaschig und Sie sind wie immer eingeladen, sich in den Diskurs miteinzubringen!

BAI AIC 2021: virtuell, aber interaktiv – kling, Glöckchen, klingelingeling

Im letzten Newsletter hatte ich bereits avisiert, dass wir mit Hochdruck an einem Konzept für die AIC im nächsten Jahr arbeiten und im intensiven und kreativen Dialog mit Sponsoren, Ausstellern, IT-Dienstleistern, Referenten und natürlich Branchenvertretern und Investoren stehen, damit im nächsten Jahr wieder der von Ihnen hoch geschätzte fachliche und persönliche Austausch anlässlich der AIC möglich sein wird. Auf dieser Basis haben wir uns entschieden, die AIC im kommenden Jahr rein virtuell stattfinden zu lassen, vor allem auch um den Termin Ende April definitiv halten zu können. Der Wunsch auf allen Seiten war, dass nach der Absage in diesem Jahr die AIC zu einem frühen Termin im kommenden Jahr stattfin-

det, damit wichtige Anlage- und Regulierungsthemen ausführlich vorgestellt und diskutiert werden können. Viele Entscheidungsträger haben zudem verdeutlicht, dass auch trotz Verfügbarkeit eines Impfstoffes Präsenz- bzw. Hybridveranstaltungen bis weit in das nächste Jahr nicht durchführbar erscheinen, auch weil aus Vorsichtsgründen an derartigen Veranstaltungen nicht teilgenommen werden soll bzw. darf.

Insofern haben wir bereits viele Dinge angestoßen, damit wir Ihnen im nächsten Jahr nicht nur ein spannendes und interaktives Programm bereitstellen können, sondern auch vielfältige virtuelle Networkingmöglichkeiten, die sicherstellen, dass der persönliche Austausch auf keinen Fall zu kurz kommen wird. Über das Programm können Sie sich schon einmal auf der neu gestalteten Konferenz-homepage unterrichten.

Natürlich wird es auch interessante und der neuen Form der Konferenz angepasste Möglichkeiten für Sponsoren geben, sich zu präsentieren und zu einer erfolgreichen virtuellen Konferenz beizutragen.

Weitere Informationen zum Sponsoring sowie zu Interaktionsmöglichkeiten etc. erhalten Sie in Kürze.

AIFMD-Review – morgen kommt der Weihnachtsmann

Mit BAI Infomail IX/2020 vom 12. November 2020 haben wir schon auf den regulatorischen Endspurt hingewiesen, der auch in diesem Jahr wieder einmal mit einer Vielzahl von Gesetzesvorhaben und Konsultationen stattfindet. Besonders hervorgehoben haben wir dort – neben den oben bereits genannten Digitalthemen, diversen Sustainable Finance Themen und dem ominösen Fondsstandortgesetz – insbesondere die gerade laufenden Konsultationen der EU-Kommission zum **AIFMD- und ELTIF-Review**.

Nachdem vormalig von der EU-Kommission ein eher moderater und punktueller Review der AIFM-Richtlinie in Aussicht gestellt worden war, hat dieses Thema wohl u.a. durch wiederholte Vorstöße der europäischen Wertpapier- und Finanzmarktaufsichtsbehörde ESMA eine deutliche Dynamik und Ausweitung erfahren. Neben einem allgemeinen Fragenteil zur Funktionsfähigkeit, zum Anwendungsbereich und zum Erlaubnisverfahren der Richtlinie, enthält das Konsultationspapier Fragen zum Anlegerschutz, zu internationalen Aspekten, zur Finanzstabilität einschließlich eines harmonisierten Regimes für Kreditfonds, zu Anlagen in nicht-börsennotierte Unternehmen, zu Nachhaltigkeit und ESG, sowie zu sonstigen Aspekten.

Kurzum: der AIFMD-Review ist ein ambitioniertes Projekt, dem sich auch unsere Mitglieder und die ganze Branche widmen sollten. Im Fachausschuss Fonds- und Marktregulierung gab es am 26. November bereits einen ersten, ausführlichen Call zum Thema und bis Anfang Januar wird es einen ersten Entwurf einer Verbandspositionierung geben. Anregungen und Vorschläge aus dem Mitgliederkreis sind wie immer sehr willkommen.

BAI Investor Survey 2020 – Macht hoch die Tür

Unseren jährlichen Investor Survey haben wir gerade fertiggestellt und die sehr aufschlussreichen Ergebnisse werden wir Ihnen in Kürze vorstellen. Wir konnten die Teilnehmerzahl aus dem letzten Jahr nochmals übertreffen, was uns natürlich sehr freut. Daher an dieser Stelle ein ganz herzliches Dankeschön an die vielen institutionellen Investoren, die so zum Erfolg des Surveys beigetragen haben. Vom Survey profitieren aber nicht nur die Investoren selbst, sondern auch eine Reihe von gemeinnützigen Organisationen, die für jeden teilnehmenden Investor mit einer Spende bedacht wurden. Insgesamt wurden somit EUR 2.310 an folgende Institutionen gespendet:

- Ärzte ohne Grenzen
- Plan International
- Viva con Agua
- World Bicycle Relief

BAI Arbeitskreis zur ESG-Implementierung – Oh Tannenbaum

Am 1. Dezember konnten Sie nicht nur das erste Türchen des Adventskalenders öffnen, sondern auch am ersten BAI Call zum Thema ESG-Implementierung teilnehmen. Wir haben dieses Thema bewusst von den seit langem laufenden Arbeiten insbesondere im BAI Fachausschuss Fonds- und Marktregulierung zu ESG bzw. zur Sustainable Finance Initiative entkoppelt und wollten gezielt Vertretern aus Mitgliedsunternehmen, also auch außerhalb der Fachausschüsse, eine Gelegenheit zum fachlichen Austausch zur ESG-Implementierung geben. Viele der aktuell laufenden und bevorstehenden Arbeiten zur ESG-Implementierung sind prozessualer bzw. operativer Natur, so dass wir komplementär zum regulatorischen Diskurs in den

Fachausschüssen eine Plattform anbieten möchten, auf der strategische, aber vor allem auch operative Fragestellungen rund um die ESG-Implementierung diskutiert werden können. Je nach Bedarf wollen und können wir dort auch Arbeitsgruppen zu bestimmten Themen aufsetzen, auch um Investoren in diese Arbeit einzubinden, da diese ebenfalls von vielen Fragestellungen, nicht nur beim Reporting, betroffen sind. Eine kurze Zusammenfassung zu dem Call vom 1. Dezember und einen Überblick über die weiteren Planungen werden wir Ihnen kurzfristig auf der BAI-Homepage zur Verfügung stellen. Sofern Sie oder Kollegen von Ihnen, die sich vertieft mit der ESG-Implementierung in Ihrem Haus befassen, Interesse an einer Mitarbeit in diesem Arbeitskreis haben, wenden Sie sich bitte an die BAI-Geschäftsstelle.

Schwerpunktthema Digital Assets – Jingle Bells

Zum Themenschwerpunkt Digital Assets darf ich nun zunächst noch zum einen auf die einschlägige Startseite auf der BAI-Homepage hinweisen, zum anderen auf die Rubrik „Digital Finance“ in der Rubrik Regulierung auf der BAI-Homepage, auf der wir die unterschiedlichen vorgenannten Regulierungshaben näher vorstellen und die einschlägigen Dokumente bereitstellen.

Mindestens genauso informativ und lesenswert sind natürlich auch die in diesem Newsletter enthaltenen Fachbeiträge, die sich ebenfalls mit einer Vielzahl von hochaktuellen digitalen Themen mit Bezug zur Asset-Management-Branche befassen. Schließlich kommt auch in diesem BAI-Newsletter wieder ein institutioneller Investor zu Wort und ich freue mich, dass wir hierfür unser Beiratsmitglied Armin Beerwart von der W&W Asset Management für ein spannendes Interview gewinnen konnten.

Neben einer informativen Lektüre darf ich an dieser Stelle – auch im Namen des BAI-Vorstands und der gesamten BAI-Geschäftsstelle – ein frohes und gesundes Weihnachtsfest wünschen!

Frank Dornseifer



Alternative Investor
Conference

VIRTUELLES
EVENT

27. bis 30. April 2021
BAI AIC – A Virtual Venture



Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro
Professor of International Economics,
Graduate Institute of International and Development Studies /
IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging
Markets Institute, INSEAD



Prof. Dr. Veronika Grimm
Chair of Economics, Friedrich-Alexander University Erlan-
gen-Nürnberg, Member of the German Council of Economic
Experts

Seit Beginn des Jahres haben wir bereits 27 neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns sehr, nun auch

- Capital Four Aifm S/A
- Competo Capital Invest GmbH
- Indigo Headhunters GmbH & Co. KG
- PIA Pontis Institutional Advisors GmbH
- Santander Asset Management German Branch

begrüßen zu dürfen.

Eine Übersicht über alle 237 BAI Mitglieder finden Sie [hier](#).

■ CAPITAL FOUR

Capital Four Aifm S/A

Capital Four was founded in 2007 with a vision to establish a leading credit management covering both liquid syndicated debt and illiquid private debt. Prior to founding Capital Four, the team worked together at Nordea Asset Management managing European High Yield since 2001. Today, Capital Four is the largest independent leveraged finance manager in Europe with a global and institutional client base. Capital Four is a credit boutique focusing purely on leveraged finance and manage strategies within private debt, leveraged loans, structured credit, multi-asset credit as well as private debt. Our portfolio management team and investment process have been the same since the inception of our first investment strategy in 2001. We manage more than €14bn on behalf of pension funds, insurance companies, endowments, family offices and global financial institutions.



Indigo Headhunters GmbH & Co. KG

Indigo Headhunters ist eine internationale, ganzheitliche Personalberatung mit Sitz in Frankfurt. Seit 2007 am Markt deckt Indigo das gesamte Spektrum der Human Resources-Beratung von Executive Search, über Board Services bis hin zu Management Audit & Coaching ab. Wandel im Zeitalter digitaler Transformation effektiv umzusetzen und Diversität in Unternehmen zu befördern sind zentrale Themen, die sich Indigo für die kommenden Jahre auf die Fahne geschrieben hat. Seit April 2020 ist Indigo Teil von HOFFMANN REED, einer globalen Partnerschaft eigenständig geführter Beratungsunternehmen. Gemeinsam beschreiten wir neue Wege und unterstützen unsere Kunden, den Wandel in ihren Organisationen voranzutreiben.



PIA Pontis Institutional Advisors GmbH

PIA berät bei der Platzierung und Strukturierung von Immobilien- und Infrastruktur-Investments für europäische und insbesondere deutsche institutionelle Anleger. Wir begleiten erstklassige Manager und Projektentwickler bei der Bewertung und Durchführung von Maßnahmen zur Kapitalbeschaffung sowie strategischen Partnerschaften. Mit umfangreicher Erfahrung in Immobilien- und Infrastrukturmärkten sowie Verständnis für Anlegerpräferenzen und Investmentstrukturen berät PIA Immobilien- und Infrastruktur-Manager sowie Projektentwickler zu einer Vielzahl an Eigen- und Fremdkapitalstrategien. Unsere Dienstleistungen umfassen Placement Advisory und Investment Solutions. Im Bereich Placement Advisory beraten wir institutionelle Investmentmanager in der Konzeptionierung, Strukturierung und Platzierung von regulierten Investmentfonds sowie Mandaten. Das Segment Investment Solutions umfasst Direktinvestments, Club-Deals und Joint-Ventures mit Fokus auf semi-institutionelle Anleger und insbesondere Family Offices.



Santander Asset Management German Branch

Santander Asset Management (SAM) ist ein globaler Asset Manager mit starken lokalen Wurzeln und herausragender Expertise in den Anlagegebieten Europa und Lateinamerika. In Deutschland ist Santander Asset Management seit 2013 am Finanzplatz Frankfurt etabliert. Als Experte für Lateinamerika profitieren Kunden von den lokalen Experten vor Ort. Vertreten in 11 Ländern, verwaltet Santander Asset Management mehr als 175 Mrd. Euro AuM. und das mit über 775 Mitarbeitern weltweit. Die Stärke ist die Entwicklung von maßgeschneiderten Investmentlösungen, die eine konstant starke Wertentwicklung bieten.

SAM bietet eine Reihe von Alternatives, wie z.B. Infrastruktur, Private Debt und Trade Finance. Diese Strategien werden von einem hervorragenden Team von mehr als 20 erfahrenen und hochspezialisierten Experten in Europa und Lateinamerika verwaltet.

Zudem beinhaltet das Produktangebot von SAM Rentenstrategien, Aktien und ESG Strategien, sowie ausgewogene Portfolien in den Marktregionen, in denen Santander Asset Management über tiefgreifendes Wissen und langjährige Erfahrung verfügt: Europa und Lateinamerika.

Seit Oktober 2020 wird der BAI-Vorstand durch ein weiteres Mitglied unterstützt.*Britta Bene*

Britta Bene ist Partnerin bei Indigo Headhunters und leitet dort den Bereich Alternative Investments. Ihr Fokus liegt dabei auf Führungspositionen sowohl bei GPs und deren Portfoliofirmen als auch bei institutionellen Investoren, Family Offices, Fund of Funds und Placement Agents. Ihre Expertise erstreckt sich über die Assetklassen Private Equity, Private Debt, Venture Capital, Infrastruktur und Hedge bzw. Activist Funds. Vor ihrem Einstieg bei Indigo war Frau Bene bei BlackRock als Director im deutschen Sales Team tätig.

Die gebürtige Hamburgerin verbrachte knapp 12 Jahre in den USA und startete ihre Karriere in New York als Strategieberaterin mit Fokus auf Asset Management bei der Beratungsgesellschaft Opera Solutions. 2009 folgte die Gründung einer Software Firma und später der Wiedereinstieg ins Finanzgeschäft bei dem Hedge Fund Bridgewater Associates. Hier betreute Frau Bene als Mitglied des Strategist-Teams internationale Pensionsfonds und Sovereign Wealth Funds bei allen Fragestellungen rund um Portfolio-positionierung und Marktperformance.

Heute lebt Frau Bene in Frankfurt, hält aber weiterhin Standbeine sowohl in Hamburg als auch den USA.

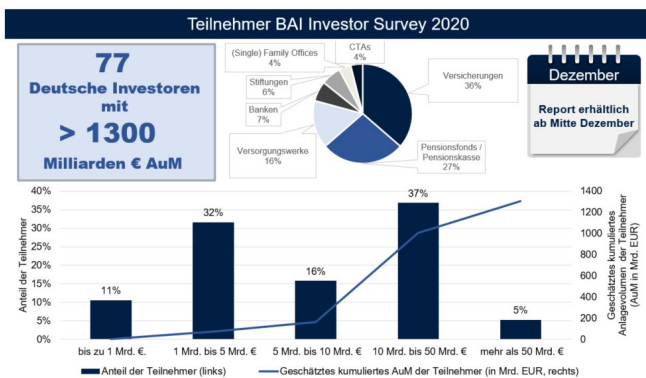
Im Leitartikel der Newsletter-Ausgabe V/2020 hatten wir bereits darauf hingewiesen, dass es im BAI Investorenbeirat in Kürze einen Wechsel geben werde. Anstelle von Dr. Gunar Lietz, Pensionskasse der Wacker Chemie VVaG, verstärkt seit dem 1. November 2020 Sabine Mahnert, Leiterin Kapitalanlagen bei der Evangelischen Zusatzversorgungskasse (EZVK), den Beirat.

*Sabine Mahnert*

Sabine Mahnert ist seit Januar 2020 Abteilungsleiterin Kapitalanlagen für die Evangelische Zusatzversorgungskasse in Darmstadt (EZVK). In dieser Funktion ist sie verantwortlich für sämtliche liquide und illiquide Anlageklassen sowie das Kapitalanlagen-Controlling. Vorher war sie über sieben Jahre als Senior Investment Consultant bei Willis Towers Watson tätig, wo sie in Frankfurt den Bereich Fiduciary Management aufbaute. In den 2000ern war sie jeweils fünf Jahre bei Morgan Stanley und Goldman Sachs im Strategiebereich (Pensions-einrichtungen) beschäftigt, bei Letzterem auch für den Aufbau des Fiduciary Managements verantwortlich. Zwischen 2010 und 2012 arbeitete Frau Mahnert bei der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V. und ist bis 2020 Mitglied des Fachausschusses Kapitalanlage und Regulatorik.

von Philipp Bunnenberg, Referent Alternative Markets, und Sven Gralla, Studentischer Mitarbeiter Alternative Markets, beide BAI e.V.

Zum mittlerweile siebten Mal hat der BAI institutionelle Investoren aus Deutschland zu diversen Alternative-Investment-Themen befragt. Ziel des jährlichen Surveys ist es, zum einen das Anlageverhalten der Investoren zu analysieren, und zum anderen die Transparenz im Alternative-Investment-Markt zu erhöhen, um so der Branche als auch dem Regulator ein besseres Verständnis für die Bedürfnisse der Investoren zu vermitteln. Mit 77 teilnehmenden Versicherungsunternehmen, Versorgungswerken, Pensionskassen, Pensionsfonds, CTAs, Family Offices und Banken, die zusammen über 1.300 Mrd. € an Vermögenswerten verwalten, kann der Survey ein signifikantes Bild über die heutige und zukünftige Allokation deutscher Endinvestoren in Alternative Investments zeichnen.



Die im BAI Survey am stärksten vertretenen Investorengruppen sind traditionell Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds und Pensionskassen sowie Versorgungswerke. Besonders erfreulich ist, dass der BAI in diesem Jahr deutlich mehr Teilnehmer mit größeren Anlagevolumen – zwischen 10 und 50 Mrd. EUR – erreichen konnte. Durch das breite Spektrum verschiedener Investorentypen und die hohe Teilnehmeranzahl deckt die Umfrage einen großen, repräsentativen Teil der deutschen Investorenlandschaft ab.

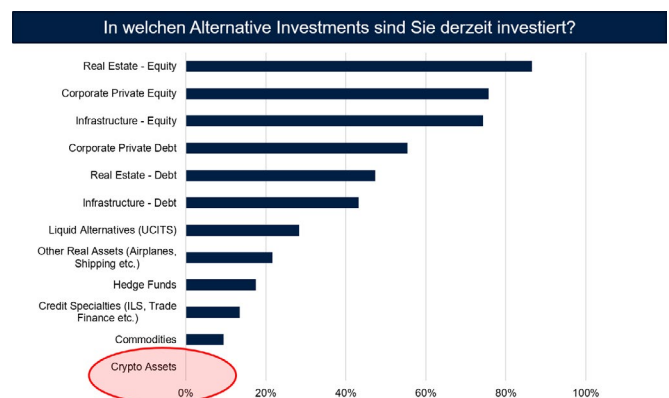
In diesem Jahr wurde ein besonderer Fokus auf die Erfassung der Portfolioallokation gelegt. Durch eine optimierte Fragestruktur konnten hier tiefere Erkenntnisse im Vergleich zu den Vorjahren gewonnen werden. Auch die Abfrage der Assetklassen wurde in diesem Jahr grundlegend überarbeitet und erweitert, sodass Investoren z. B. nun erstmals auch umfassend zu Crypto Assets befragt wurden.

Alternative Investments sind für den Großteil der Teilnehmer keine Nische mehr, sondern etablierter Portfoliobestandteil. Besonders verbreitet sind Equity Investments in Real Estate, Infrastructure

und Corporates. Zudem ist festzustellen, dass im Vergleich zu den Vorjahren insbesondere Corporate Private Debt und Infrastructure Debt Investments weiter aufgeschlossen haben. Darüber hinaus gaben zahlreiche Investoren an, in diese Anlageklassen in den kommenden Jahren neu einsteigen zu wollen. Ein umfangreicher Report zum Survey steht Ihnen in wenigen Tagen auf der BAI Homepage zur Verfügung.

Noch spielen Crypto Assets keine Rolle

Ausnahmslos gaben alle Teilnehmer des BAI Investor Surveys an, bislang nicht in Crypto Assets zu investieren und dies auch – nahezu einstimmig – in den nächsten drei Jahren nicht zu planen. Diese Erkenntnisse divergieren zum Teil stark von diversen Studien aus der Kryptobranche, z. B. dem sehr lesenswerten, kürzlich publizierten Report von Cointelegraph Research „Institutional Demand for Digital Assets in DACH Region“, der sich gezielt mit der Nachfrage der Investoren nach Blockchain-basierten Assets in der DACH-Region auseinandersetzt. In der besagten Cointelegraph Studie geben 36% der Befragten an, bereits in Crypto Assets investiert zu sein. Early-Adopter-Investoren sind hierbei Family Offices und Investment Boutiquen, die bereits in Digital Assets direkt oder indirekt über alternative Crypto-Fonds, ETPs, strukturierte Produkte und Futures investiert sind. Diese Investorentypen sind im BAI Investor Survey, nahezu nicht vertreten. Zudem ist es naheliegend, dass die Cointelegraph Studie, einer starken Selektionsverzerrung – einem „Crypto Asset Bubble Bias“ – der teilnehmenden Blockchain-affinen Investoren unterliegt, wodurch sich die starke Divergenz in den Ergebnissen beider Studien erklären lässt.



Investitionshindernisse

Die Anwendung von Distributed-Ledger-Technologien bei Smart Contracts, Kryptowährungen oder der Tokenisierung von Vermögenswerten kann Effizienzsteigerungspotenziale, unter anderem durch Automatisierung und Disintermediation, sowie eine höhere Markttransparenz ermöglichen. Bisher illiquide Vermögenswerte könnten in naher Zukunft handelbar gemacht werden, was

insbesondere auch in der Breite der Alternative-Investment-Industrie für deutliche Veränderungen sorgen wird. Diese und weitere Vorteile von Digital Assets, Vermögenswerten auf der Blockchain, wurden in den letzten Jahren von Experten und Branchenvertretern gebetsmühlenartig proklamiert, zurecht. Die Umfrage des BAI zeigt jedoch, dass große deutsche institutionelle Endinvestoren nach wie vor keine Investments in Crypto Assets tätigen.



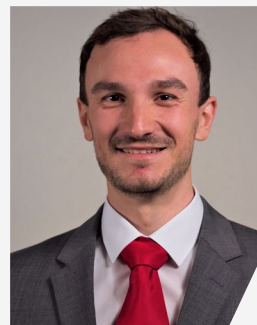
Die am BAI Investor Survey teilnehmenden Investoren wurden deshalb gebeten, ihre Investitionshindernisse zu benennen. Die Ergebnisse zeigen, dass sich Crypto Assets von ihrem zum Teil negativen Image noch nicht gänzlich befreien konnten und weiterhin mit organisierter Kriminalität, Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung in Verbindung gebracht werden, sodass Investoren in Kryptovermögenswerten nach wie vor potenzielle Reputationsrisiken sehen. Solange die breite Öffentlichkeit Digital Assets skeptisch gegenübersteht, sind solche Investments für Versorgungswerke, Pensionsfonds und andere Investoren nahezu ausgeschlossen, ohne möglicherweise Rufschädigungen in Kauf nehmen zu müssen. Schließlich steht bei den Investments die Sorgfaltspflicht stets im Vordergrund, denn häufig können weder Pensionäre ihre Pensionsfonds noch Angehörige freier Berufe ihre berufsständigen Versorgungswerke selbst wählen.

Erschwerend kommen bestehende regulatorische Vorgaben (Aufsichtsrecht der jeweiligen Investoren) sowie Unsicherheit über die zukünftige regulatorische Entwicklung hinzu, sodass viele Zugangswege zu Crypto Assets zahlreichen Investorengruppen z. B. durch Managementvorgaben vorenthalten bleiben. Neben dem noch geringen Track-Record vieler Kryptowerte steht ein Marktrisiko im Vordergrund: die Volatilität. Viele Investoren bringen Bitcoin und Co. nach wie vor mit sehr hoher Volatilität in Verbindung – teilweise zu Unrecht, wie zahlreiche Forschungsarbeiten auf dem Gebiet aufzeigen.

Erfolgsfaktor Education – außerhalb der „Crypto Bubble“

Das Themenfeld Crypto Assets steckt in Deutschland – abseits eines stetig wachsenden Crypto-Asset-Netzwerks an Experten, Unternehmen und Start-ups – eindeutig noch in den Kinderschuhen. Es muss in Zukunft besser gelingen, diese „neue Welt“ mit der Traditionellen zu verknüpfen, damit Crypto Assets zu einer tatsächlichen Investitionsalternative aufsteigen und ihr Nischendasein ablegen können. An dieser Stelle sind aber auch die Investoren gefragt, sich in Zukunft stärker mit Themen rund um Blockchain-Technologien und Crypto Assets zu befassen. Zumindest zeigen die BAI Investor-Survey-Ergebnisse eine ausgeprägte Selbstreflexion unter den befragten Investoren auf: Unzureichendes eigenes Know-how über Crypto Assets stellt nach wie vor das Hauptinvestitionshindernis auf Seiten der institutionellen Investoren in Deutschland dar. Hier besteht also nicht nur aus Sicht des BAI zukünftig ein deutlicher Mehrbedarf an Informationen. Die Vermittlung von Wissen muss noch stärker in den Vordergrund gerückt werden. Der BAI wird sich dieser Herausforderung gemeinsam mit Mitgliedern und Partnern auch in Zukunft durch Veranstaltungen, Webinare und Publikationen stellen und einen wesentlichen Beitrag zur Verbesserung des Bekanntheitsgrades von Crypto Assets in der Öffentlichkeit leisten.

Kontakt:



*Philipp Bunnenberg
Referent Alternative Markets, BAI e.V.
Tel.: +49(0)228-96987-52
E-Mail: bunnenberg@bvai.de*



*Sven Gralla
Studentischer Mitarbeiter
Alternative Markets, BAI e.V.
Tel.: +49(0)228-96987-13
E-Mail: gralla@bvai.de*

Söhnke M. Bartram, Research Fellow, Centre for Economic Policy Research, and Professor of Finance, University of Warwick, Warwick Business School, Department of Finance

Jürgen Branke, Professor of Operational Research and Systems, University of Warwick, Warwick Business School

Mehrshad Motahari, Research Associate, Cambridge Centre for Finance and Cambridge Endowment for Research in Finance, University of Cambridge, Cambridge Judge Business School

Summary

Artificial intelligence (AI) is an emerging field of interest in asset management and has revolutionized the sector in many ways. It has improved portfolio management, trading, and risk management practices by increasing efficiency, accuracy, and compliance. A sizable proportion of asset management companies are now using AI and statistical models to run trading and investment platforms.

This report provides a comprehensive overview of a wide range of existing and emerging applications of AI in asset management, highlighting the key topics of debate. It focuses on three major areas: portfolio management, trading, and portfolio risk management. Portfolio management entails making asset allocation decisions to construct a portfolio with specific risk and return characteristics. AI techniques can contribute to this process by facilitating fundamental analysis through quantitative or textual data analysis and generating novel investment strategies. AI techniques can also help improve the shortcomings of classical portfolio construction techniques. In particular, AI can produce better asset return and risk estimates and solve portfolio optimization problems with complex constraints, yielding portfolios with better out-of-sample performance compared with traditional approaches. Trading is another popular area for AI applications. Considering the growing speed and complexity of trades, AI techniques are becoming an essential part of trading practice. A particularly attractive feature of AI is its ability to process large amounts of data in order to generate trading signals. Algorithms can be trained to automatically execute trades based on these signals, which has given rise to the industry of algorithmic (or algo) trading. In addition, AI techniques can reduce transaction costs by automatically analyzing the market and subsequently identifying the best time, size, and venue for trades.

AI also has vast implications for portfolio risk management. Since the 2008 global financial crisis, risk management and compliance have been at the forefront of asset management practices. With financial assets and global markets becoming increasingly complex, traditional risk models may no longer be sufficient for effective risk management. At the same time, AI techniques that learn and evolve by using data can provide additional tools for monitoring risk. Specifically, AI assists risk managers in validating and backtesting risk models. AI approaches can also extract information more efficiently from various sources of structured or unstructured data and generate more accurate forecasts of bankruptcy and credit risk, market volatility, macroeconomic trends, or financial crises.

Robo-advisors are computer programs that provide digital financial investment advice tailored to investors' needs and preferences. Robo-advising has gained significant public interest in recent years, and heavily relies on AI techniques for communication, recommendations and understanding investor's preferences. The popularity of robo-advisors stems from their success in democratizing investment advisory services by making them cheaper and more accessible to unsophisticated individual investors. Robo-advisors are particularly attractive to young and tech-savvy investors.

The success of AI in asset management is linked to three key capabilities. First, AI models are objective, highly efficient in conducting repetitive tasks, and able to identify patterns in high dimensional data that may not be perceptible by humans. AI can also analyze data with minimal knowledge of the data's structure or the relation between input and output, including nonlinear relations. This feature is especially useful for forecasting, yielding more accurate estimates because AI does not rely on restrictive assumptions inherent in more traditional methods. Second, AI can extract information from unstructured data sources, such as news articles, online posts, reports, and images. As a result, a tremendous amount of information can be incorporated into financial analysis without manual processing and intervention. Third, AI algorithms, unlike other statistical techniques, are often designed to improve themselves by readjusting in accordance with the data. This ability means that the manual reconfiguration or parameter re-estimation that is essential for traditional models is unnecessary with AI.

Despite its successes, AI is still far from replacing humans completely, and even can create new risks and challenges, such as those resulting from model opacity, complexity, and reliance on data integrity. Most of its operations within asset management are confined and controlled by some form of human supervision. The report therefore also discusses a number of possible disadvantages of using AI in asset management. AI models are often opaque and complex, making them difficult for managers to monitor and scrutinize. The models' reliance on and sensitivity to data can introduce a considerable source of risk. AI models can be improperly trained as a result of using poor-quality or insufficient data. Ineffective human supervision might lead to systematic crashes, an inability to identify inference errors, and a lack of understanding of investment practices and performance attribution by investors. Lastly, whether the benefits associated with AI can justify its considerable development and implementation cost is unclear.

The original article can be downloaded free of costs at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3692805

*This summary is part of the CFA Institute Research Foundation Literature Review Artificial Intelligence in Asset Management and is being used with permission of the copyright holder, CFA Institute Research Foundation. The exact reference of the publication is Bartram, S. M., J. Branke, & M. Mothari (2020). Artificial Intelligence in Asset Management. CFA Institute Research Foundation, Charlottesville (VA).

Contact:



*Söhnke M. Bartram
Research Fellow, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, UK, and Professor of Finance, University of Warwick, Warwick Business School, Department of Finance, Coventry CV4 7AL, United Kingdom.*

Phone: +44 (24) 7657 4168

Fax: +1 (425) 952 10 70

Email: s.m.bartram@wbs.ac.uk

Internet: <http://go.warwick.ac.uk/sbartram>



*Jürgen Branke
Professor of Operational Research and Systems, Warwick Business School, Coventry CV4 7AL, United Kingdom.*

Phone: +44 (24) 7657 5816

Email: juergen.branke@wbs.ac.uk



*Mehrshad Motahari
Research Associate, Cambridge Centre for Finance (CCFin) and Cambridge Endowment for Research in Finance (CERF), Cambridge Judge Business School, Cambridge CB2 1AG, United Kingdom.*

Email: m.motahari@jbs.cam.ac.uk



Im Interview: Armin Beerwart, Leiter Alternative Investments bei der W&W Asset Management GmbH, und Mitglied des BAI Investorenbeirates*

1. Herr Beerwart, auf der diesjährigen BAI Alternative Investor Conference sollten Sie im Investorenworkshop einen Erfahrungsbericht über ein Projekt zur Optimierung der Marktfolge für Private-Market-Investments vorstellen. Dabei ging es vor allem auch um die Etablierung einer neuen Marktfolge-Einheit. Können Sie uns zum einen die Hintergründe erläutern und dann etwas über die Umsetzung und Ergebnisse berichten?

Die Kapitalanlage von Versicherungen war lange Zeit geprägt durch einen starken Schwerpunkt im Bereich der liquiden Wertpapiere (Staats- und Unternehmensanleihen, Aktien usw.) und dies hat sich natürlich auch im Kapitalanlage-Risikomanagement widerspiegelt.

Im aktuellen Marktumfeld wird aber ein kontinuierlich steigender Teil der Neuanlagemittel in Sachwerte bzw. sog. Privatmarkt-Transaktionen allokiert und damit nicht mehr in notierte Wertpapiere. Investments in diesen „Private Markets“, die oftmals eine sehr langfristige Kapitalbindung aufweisen, bergen aber ohne eine hinreichende Transparenz, Risikoabschätzung und Risikokontrolle die Gefahr mittel- bis langfristig erhöhter Ausfallrisiken, die sich unter Umständen erst gegen Ende des zum Teil langen Investitionshorizontes manifestieren.

Darauf hat unsere Marktfolge reagiert: Es mussten neue Informationsquellen geschaffen sowie neue Systeme und Prozesse aufgesetzt werden (eine Anwendung der aus dem liquiden Wertpapierbereich bekannten Prozesse war nicht möglich).

Deswegen hat sich die W&W im Jahr 2018 entschieden, eine neue Risikomanagement-Einheit „Private Markets“ aufzubauen, um die Marktfolgeprozesse für die illiquiden Assetklassen Immobilien und Alternative Investments weiterzuentwickeln und damit die Voraussetzungen für weiteres Wachstum in diesem Bereich zu schaffen. Übergeordnete Ziele waren dabei:

- Aufbau einer eigenständigen Einheit „Private Markets“ in der Marktfolge der W&W Asset.
- Stärkung der Kompetenzen für Privatmarktanlagen in der Marktfolge.
- Schaffung einer optimalen Transparenz für die Marktfolge inklusive Durchschau auf die Einzelinvestitionsebene.
- Weiterentwicklung/Optimierung der Prozesse und Tools zu den Themen:
 - Risikoüberwachung der Bestandsportfolien (unabhängige Überwachung der Portfolien mit vollständiger Funktions-trennung zum Portfoliomanagement und damit frei von Interessenskonflikten).
 - Bewertung der Investments sowie quantitative Performance- und Risikomessung.
 - Intensive unabhängige Risikoprüfung bei Neuinvestments („Second Opinion“ für die Entscheidungsträger der investierenden Gesellschaften).

Personell wurde die Einheit mit fünf Mitarbeitern mit einer hohen Fachexpertise in den Bereichen Immobilien und Alternative Investments ausgestattet, was die Diskussion auf einer Augenhöhe mit dem Portfoliomanagement ermöglicht. Dies war uns wichtig für eine Positionierung der neuen Einheit als „Risk Advisor“, der auch für das Frontoffice Mehrwert liefern kann und es diesem erlauben soll, schneller und flexibler auf die Opportunitäten im Markt reagieren zu können.

Die neuen Prozesse sind mittlerweile gut eingespielt und konnten im Rahmen der Corona-Krise auf „Herz und Nieren“ getestet werden. Ich glaube, wir können behaupten, dass wir ein gutes (Zwischen-) Ergebnis erreicht haben.

2. Bis Ende Juli waren Sie Leiter Risikomanagement Private Markets, ein Job, um den man gegenwärtig bestimmt nicht beneidet wird. Was waren für Sie die größten Herausforderungen in dieser Funktion und was erwarten Sie für das kommende Jahr?

Alternative Investments zeigen seit Jahren eine zunehmende Bedeutung bei annähernd allen institutionellen Investoren. Als Ergebnis sehen wir eine hohe Markt-Dynamik und einen zunehmenden Wettbewerb um die attraktivsten Transaktionen. Investorensseitig (Markt und Marktfolge) muss darauf mit leistungsfähigen, flexiblen und schnellen Prozessen reagiert werden.

Dies war für unser Projekt die eigentliche Herausforderung – also die internen Prozesse trotz der Einführung einer neuen Einheit nicht langsamer, sondern eher schneller, effektiver und flexibler zu gestalten. Diese Aufgabe ist uns meines Erachtens gut gelungen.

Selbstverständlich hat uns die Corona-Pandemie einen Strich durch unsere Projektplanungen gemacht und wir mussten diese anpassen, um uns voll und ganz den Effekten der Corona-Krise zuwenden zu können. Die Entwicklungen ab Jahresanfang 2020 verliefen dermaßen schnell und dynamisch (erste Nachrichten aus China, Lockdown, Aktiencrash, Ankündigung von politischen Maßnahmen usw.), dass es zunächst eine Herausforderung war, vergleichbar schnell an Informationen zu den Auswirkungen auf unsere Fondsinvestments zu kommen, da die Quartalsberichte in der Regel mit einem Verzug von drei Monaten zugeliefert werden und wir darauf natürlich nicht warten konnten. In einer guten Kooperation zwischen Markt und Marktfolge ist es uns aber gelungen, schnell eine ausreichend hohe Transparenz zu schaffen, mit der wir im Risikomanagement arbeiten konnten.

Zudem hat die Pandemie bewirkt, dass wir einige Themen vorziehen und extrem intensiv bearbeiten konnten. So haben wir unser neues Stresstest-Modul in kürzester Zeit aufgesetzt und konnten dies dann auch direkt in einem Stress-Szenario testen. Und auch das laufende Risiko-Controlling-System konnte auf dieser Basis deutlich schneller und umfangreicher ausgebaut werden als ursprünglich vorgesehen. Ansonsten können wir resümieren, dass wir bis dato mit unseren Private-Market-Portfolien sehr gut durch die Krise gekommen sind. Hier zählt sich die hohe Portfoliodiversifikation deutlich positiv aus. Allerdings muss man auch sagen, dass wir die Krise noch nicht hinter uns gelassen haben, auch wenn die Aktienmärkte uns dies glauben lassen möchten. Für eine Entwarnung ist es noch deutlich zu früh; diese Pandemie und ihre Auswirkungen werden uns noch weit ins neue Jahr 2021 hinein beschäftigen.

3. Sie sind jetzt Leiter Alternative Investments bei der W&W Asset Management GmbH, können Sie uns einen kleinen Einblick in die AI-Allokation der W&W geben? Und wo wird es zukünftig Veränderungen, insbes. Erhöhungen geben und warum?

Im Bereich der Alternativen Investments haben wir aktuell einen Marktwert von rund 2 Milliarden Euro über alle Gesellschaften im W&W-Konzern hinweg:

Mit fast 600 Millionen Euro ist das Private-Equity-Portfolio unser ältestes Portfolio, die Württembergische investiert seit mehr als 20 Jahren in diesem Bereich. Hier investieren wir nicht direkt in Unternehmen, sondern über Fonds. Dies aber weltweit und mit einer vergleichsweise hohen Diversifikation über Länder, Strategien, Branchen und Vintage-Jahre hinweg, die einen zentralen Strategie-Bestandteil für uns darstellt.

Seit dem Jahr 2010 investieren wir im Infrastrukturbereich, in dem wir aktuell einen Marktwert von fast 700 Millionen Euro erreicht haben. Hier tätigen wir neben Fonds auch Co-Investments zusammen mit unseren Fondsmanagern und beteiligen uns zum Beispiel an Club-Deals mit anderen Investoren.

Seit 2013 investieren wir in Private-Debt-Fonds und dieses Portfolio weist seitdem auch das stärkste Wachstum auf, sodass wir mittlerweile einen Marktwert von über 700 Millionen Euro erreicht haben. Unsere mittelfristige Anlagestrategie sieht vor, die illiquiden Asset-Klassen in den kommenden Jahren weiter auszubauen, insbesondere die Alternativen Investments mit einem Schwerpunkt im Private-Debt-Bereich. Die sehr ausgeprägte und wohl auch noch länger andauernde Niedrigzinsphase macht dies notwendig, um auskömmliche Renditen zu erzielen. Private Debt und Infrastruktur stehen dabei im Fokus, um den laufenden Ertrag unseres Gesamtportfolios zu stärken. Aber auch unser „eingeschwungenes und reifes“ Private-Equity-Portfolio bietet gute Voraussetzungen für einen weiteren Ausbau (mit Augenmaß, da wir hier ohne Absicherung gegen sinkende Bewertungen in den Equity-Markt investieren). Vorbereitet auf den weiteren Ausbau der Portfolien sind wir jetzt.

4. Diese Aussagen sind sehr interessant, insbesondere, wenn wir diese mit den Ergebnissen des jährlichen BAI Investor Surveys abgleichen, den wir ja gerade vorgestellt haben. Die größten Herausforderungen, denen sich Investoren kurz- und mittelfristig ausgesetzt sehen, sind das Erreichen der Rendite-Ziele und fehlende Investitionsmöglichkeiten. Wie gehen Sie damit um?

Sie haben recht: Es fließen aktuell enorme Mengen an Geld in Sachwerte. Das sehen Sie an der Preisentwicklung der Immobilienmärkte hier in Ihrer direkten Umgebung oder auch am Dry Powder im Private-Equity-Markt, das sich auf einem Allzeithoch bewegt. Immer größere Fonds werden in immer kürzeren Zeitabschnitten aufgelegt.

Macht mich das nervös beziehungsweise zerstört dies unseren „Investment Case“?

Einerseits würde ich mit einem klaren „Nein“ antworten. Die Private Markets besitzen auch weiterhin gute Wachstumsmöglichkeiten, beispielsweise der Infrastruktur-Markt, der aufgrund der hohen Staatsverschuldungen noch enormes Potenzial aufweist.

Auf der anderen Seite sind die Märkte aber auch nicht kurzfristig stark skalierbar und so treibt das schnell in den Markt fließende Kapital die Asset-Preise, was unweigerlich negative Auswirkungen auf die Renditen hat. Die Bewertungen, die aktuell für qualitativ gute Assets (egal ob Unternehmen, Infrastruktur oder Immobilien) aufgerufen werden, sind schon hoch. Insofern müssen wir uns von den hohen Renditen von vor 20 Jahren definitiv verabschieden. Die ehemals kleinen Nischenmärkte sind quasi erwachsen geworden. Aber relativ gesehen im Kontext zu anderen Assetklassen, führt eben derzeit doch kein Weg an den Alternativen Investments vorbei, die zudem ja auch noch andere Vorteile bieten: Die weitere Diversifizierung unseres Gesamtportfolios zum Beispiel oder auch das gezielte „Spielen“ von Megatrends (Consumer-Growth in Asien, Dekarbonisierung, Digitalisierung & neue Geschäftsmodelle), die man wunderbar über Alternative Investments adressieren kann. Insofern investieren wir weiter. Behutsam und mit aller Sorgfalt und im vollen Bewusstsein der damit verbundenen Risiken.

5. Apropos unzureichende Investitionsmöglichkeiten: Was erwarten Sie von der Asset-Management-Branche, wenn das Fundraising immer einfacher und schneller läuft, die Allokation der Gelder dann aber stockt? Wie finden Sie gute Manager und wie beeinflussen ESG-Aspekte Ihre Managerselektion?

Tatsächlich verlaufen die Fundraisings und Investitions-Prozesse allgemein immer schneller und unter einem hohen Wettbewerbsdruck zwischen den Investoren. Umso wichtiger ist es, diszipliniert zu agieren und unter diesem Druck keine Flüchtigkeitsfehler zu machen. In diesem Marktumfeld leben wir stark von unserem langjährigen Netzwerk. Die Württembergische war über viele Jahre eine der wenigen Versicherungen in Deutschland, die direkt in internationale Private-Equity-Fonds investiert hatte. Mittlerweile sind wir zwar einer unter vielen am Markt, aber unser Netzwerk steht und hilft uns, die Qualität unserer Portfolien aufrecht zu erhalten. Probleme, gute Investments beziehungsweise Fondsmanager zu finden, haben wir nicht.

Die „Allokationsfähigkeit“ der Fondsmanager nimmt einen wichtigen Teil unserer Due Diligence ein: Wie wurde der Vorgängerfonds ausinvestiert (Investitionsgeschwindigkeit in Verbindung mit der Qualität der Transaktionen und der vorab vereinbarten Investitionsperiode und -strategie) und wie gut passt die aktuelle Pipeline zum (häufig deutlich höheren) Volumen des neuen Fonds?

Darauf muss der Produktgeber eine plausible Antwort geben, ansonsten investieren wir nicht. Wir erwarten darüber hinaus, dass die Fondsmanager eigenes Geld investieren und hierüber ein Gleichlauf der Interessen hergestellt wird. Zudem sollte gewährleistet sein, dass die Incentivierung des Managers vornehmlich am Investitionserfolg und nicht an den Assets unter Management hängt. Aber zugegeben, dies zu finden, fällt zunehmend schwer...

ESG-Gesichtspunkte stellen mittlerweile einen wichtigen Aspekt für uns dar. Bei jedem Neuinvestment bewerten wir diesbezüglich die Aufstellung unserer Fondsmanager in unserem internen Risk Assessment. Zudem stellen wir sicher, dass die bei W&W geltenden ESG-Ausschlüsse in den Side Letters mit unseren Fonds verankert und dann im Anschluss eingehalten werden.

6. Gibt es auch Herausforderungen bei der Kapitalanlage mit Blick auf die Regulierung, wo sehen Sie dringenden Verbesserungsbedarf? In unserem Investor Survey hören wir immer wieder, dass das regulatorisch verankerte Durchschauprinzip sowie das umfangreiche Reportingwesen, insbes. im Kontext von ESG, Probleme bereitet.

Bei W&W nimmt die Bearbeitung und Erfüllung von regulatorischen Vorgaben einen zentralen Raum ein. Die genannten Themen beschäftigen uns schon seit geraumer Zeit und sind durchaus herausfordernd. Der Teufel steckt da im Detail. Und wenn man vornehmlich in Fonds oder gar über Dachfonds-/Secondary-Fonds investiert, werden die Fragen nicht einfacher.

Beides sind aber Themen, die wir nicht nur wegen den regulatorischen Vorgaben bearbeiten. Auch aus ökonomischer Sicht möchte ich als Portfoliomanager beispielsweise „auf Knopfdruck“ wissen, wie sich mein Gesamtportfolio auf Länder, Währungen, Branchen usw. aufteilt. Und das möglichst über alle Fondsvehikel und die einzelnen Investitionsebenen hinweg bis zum eigentlichen Asset.

Somit wird die Zulieferung standardisierter TPT-Formulare (zeitnah und in guter Qualität) der Schlüssel für die schnelle und effiziente Beantwortung der wachsenden und komplexen Fragestellungen an das Portfolio- und Risikomanagement sein. Die Produktgeber werden hier liefern müssen...

Vorrangig ist es aber für uns entscheidend, dass wir uns auf regulatorische und steuerliche Rahmenbedingungen langfristig verlassen können. Wir investieren in der Regel auf Sicht von 10 bis 20 Jahren in Verbindung mit einer Illiquidität der Investments. Häufige Änderungen von Rahmenbedingungen beziehungsweise kurze Vorlaufzeiten stellen uns da vor hohe Hürden.

7. Zum Abschluss habe ich noch eine Frage zum BAI Investorenbeirat, in dem Sie nun schon seit einigen Jahren aktiv sind. Teilen Sie unseren Lesern doch bitte einmal mit, was Sie an der Verbandsarbeit des BAI besonders schätzen und welche Wünsche und Anregungen Sie für die zukünftige Verbandsarbeit haben.

Ich bin seit 2016 im Investorenbeirat des BAI vertreten. Zudem hat sich die W&W Asset Management GmbH im Jahr 2018 entschieden, auch Mitglied im BAI zu werden (als einer der noch wenigen Endinvestoren). Wir schätzen es sehr, dass wir mit dem BAI einen starken und unabhängig agierenden Partner an unserer Seite haben, der unsere Interessen als Endinvestor vertritt. Alternative Investments sind noch immer mit vielfältigen Vorurteilen behaftet. Deswegen ist es für uns extrem wichtig, dass über den BAI eine objektive Öffentlichkeitsarbeit betrieben und gegenüber Politik und Regulatoren mit starken Sachargumenten agiert wird. Der BAI kann dies gebündelt für uns Investoren deutlich besser umsetzen, als dies der einzelne selbst machen kann.

Ich kann mir eigentlich nur wünschen, dass Sie als BAI so weitermachen wie bisher und würde mir vorstellen, dass noch weitere Versicherungen, Versorgungswerke und Family Offices Mitglied im BAI werden, um Ihre Arbeit zu unterstützen.

*Das Interview führte Frank Dornseifer, Geschäftsführer des BAI e.V.

Und warum 2020 vielleicht das letzte Jahr ist, in dem Sie noch einen Bitcoin unter USD 20 000 kaufen können.

Hansen Wang, Senior Associate, 21Shares AG

Einleitung

Das Jahr 2020 neigt sich langsam dem Ende. Es war ein Jahr geprägt von Maskenpflicht, ausverkauftem Klopapier, viel Zeit daheim und wenigen Strandbesuchen. Die Finanzmärkte haben die Verlangsamung der Ökonomie relativ gut überstanden. Der DAX liegt YTD bei -1.01% (Wirecard lässt grüssen), der amerikanische S&P500 liegt mit einer Performance von +13.4% sogar bei einem neuen Höchstpunkt. Mit einem üppigen Konjunkturprogramm von USD 9 Billionen in 2020 wäre eine geringfügigere Wertentwicklung auch unerwartet.

Doch gibt es eine Anlageklasse, die alle anderen Anlageklassen im Wettrennen des am besten performenden Assets 2020 abgehängt hat: Kryptowährungen. Die gesamte Marktkapitalisierung aller Kryptowährungen beträgt ca. US 568 Milliarden, davon werden 74.6% allein von den grössten beiden digitalen Assets Bitcoin (USD 355.8 Milliarden) und Ethereum (USD 68.1 Milliarden) beansprucht. Bitcoin legte in 2020 knappe 171.8% zuzurück, Ethereum in der gleichen Zeit über 370.6%.

Doch was trieb die Preisentwicklung dieses Jahr an und basiert die Wertentwicklung dieses Mal auf etwas handfestem oder sind wir kurz vor Weihnachten wieder an der Spitze der Spekulationsblase wie im Dezember 2017?

Bitcoin 2020

Beginnen wir mit Bitcoin. Bitcoin hat im Grunde genommen die gleiche Investmentthese wie Gold: Es ist ein Store-of-Value. Gold hat den Vorteil, dass es physisch ist und schön glänzt. In jeder anderen Hinsicht outperformed Bitcoin allerdings.

Tabelle 1

Marktüberblick

Store-of-Value: Wie schneidet Bitcoin im Vergleich mit traditionellen Store-of-Value Assets ab:

Eigenschaft	Gold	US Dollar	Bitcoin
Klassigkeit	Medium	Low	High
Transferierbarkeit	Low	High	High
Teilbarkeit	Medium	Medium	High
Fälschungspotential	Medium	Medium	Low
Portabilität	Low	High	High
Von einer Regierung emittiert	Low	High	Low
Dezentralisiert	Low	Low	High
Programmierbar	Low	Low	High
Inflation	Low	Medium	Low
Aufbewahrung	High	Low	Low

Den gedanklichen Sprung von physischem Store-of-Value zu digitalem Store-of-Value fällt vielen schwer, vor allem älteren Generationen und etablierten Unternehmen.

Eine kürzlich veröffentlichte Studie des US-amerikanischen Online Brokers Charles Schwab zeigt, dass vor allem jüngere Generationen den Wert von Daten eher wertschätzen. Millennials haben nicht nur einen grösseren Appetit für überbeuertes Avocado-toast, sondern auch für digitale Währungen. Bitcoin ist schlussendlich nichts weiteres als eine erhabene Datenbank, die jede Geldtransaktion, die jemals auf der Bitcoin Blockchain abgeschlossen wurde, transparent und sicher abgespeichert hat. Wenn Megakonzerne wie Facebook, Google oder neuerdings Salesforce, deren Geschäftsmodelle ausschliesslich aus Datenbearbeitung bestehen, zu den wertvollsten Unternehmen der Welt wachsen können, warum kann Bitcoin nicht das gleiche? Wenn Salesforce - eine Software, die lediglich Verkaufsdaten und Prozesse optimiert, die man auch sonst via Excel sortieren könnte - eine Marktkapitalisierung von knapp \$220 Milliarden erreicht, was ist der «wahre» Wert einer Software, die potentiell die Daten des gesamten Geldverkehrs auf der Welt speichern könnte?

Tabelle 2

Überblick: Wandel im Anlegerverhalten

Charles Schwab Retail Brokerage Top 10 Aktien nach Anleger-Generationen sortiert (Dezember 2019)

Position	Millennials (1982-1996)	Gen X (1965-1981)	Baby Boomers (1945-1964)
1	Amazon (7.87%)	Apple (10.52%)	Apple (3.15%)
2	Apple (5.19%)	Amazon (7.16%)	Amazon (5.32%)
3	Tesla (3.22%)	Berkshire Hathaway (2.37%)	Berkshire Hathaway (2.75%)
4	Facebook (3.03%)	Facebook (2.26%)	Microsoft (2.69%)
5	Bitcoin (1.84%)	Microsoft (2.16%)	Facebook (1.43%)
6	Berkshire Hathaway (1.73%)	Tesla (1.45%)	VISA (1.25%)
7	Walt Disney (1.55%)	Alphabet (1.30%)	Alphabet (1.23%)
8	Netflix (1.58%)	Netflix (1.29%)	AT&T (1.17%)
9	Microsoft (1.53%)	Alibaba (1.23%)	Boeing (1.08%)
10	Alibaba (1.39%)	VISA (1.23%)	Alibaba (0.98%)

Quelle: <https://www.businesswire.com/news/home/20191210017216/Schwab-Report-Self-Directed-401-K-Rolodex-Hold-Study>

Im Jahr der Masken sind auch die ersten grösseren Unternehmen zu dem Entschluss gekommen. In 2020 sind mehr Institutionen in die digitale Anlageklasse eingestiegen als je zuvor: Hedgefonds Veteran Paul Tudor Jones, der 2% seines persönlichen Portfolios in Bitcoin hält, befürwortet im Mai öffentlich Bitcoin. Square und MicroStrategy investieren insgesamt USD 475 Millionen in Bitcoin. CITI Bank prognostiziert letzten Monat, dass ein Bitcoin einen Wert von über USD 300 000 bis Dezember 2021 erreichen könnte. Auch haben wir (die 21Shares AG) dieses Jahr den 21Shares Bitcoin ETP an der Deutschen Börse XETRA notiert. Der grösste Treiber institutioneller Akzeptanz dieses Jahr war der Einstieg PayPals in Bitcoin. Die weltweit grösste Bank (nicht mit Hinsicht auf Assets, sondern mit Hinsicht von Anzahl an Accounts) bietet ihren Kunden zum ersten Mal in 2020 Bitcoin an.

Wie wir anhand der obigen Beispiele sehen können, sind Unternehmen aus der USA (wie so oft schon) Vorreiter in der institutionellen Akzeptanz von Bitcoin und digitalen Währungen. Dieser Fakt ist einfach nachzuvollziehen, wenn man die historische Asset Allokation von amerikanischen und europäischen Vermögensverwaltern vergleicht, wo man eine deutliche Übergewichtung in Aktien (was ein Zeichen für ein grössere Risikobereitschaft demonstriert) seitens der Amerikaner sieht. Doch wir sind immer noch früh dran. Noch ist keine globale Riesenbank in Bitcoin eingestiegen, geschweige dann Ethereum. Sie haben einen Ruf zu verlieren, daher werden sie warten bis die ersten kleineren Spieler eingestiegen sind.

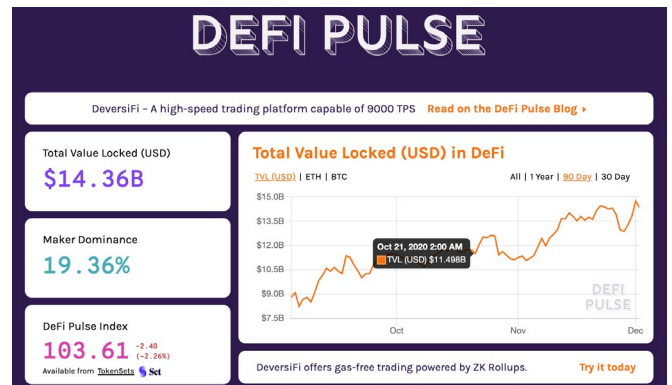
Ethereum 2020

Bitcoins Wertentwicklung war hauptsächlich von der steigenden Akzeptanz unter jüngeren Generationen und dem Einstieg der ersten Institutionen getrieben. Doch was erklärt Ethereums +370.6% Preisanstieg in 2020?

Wenn Sie sich an den Sommer 2017 erinnern können, dann sagt Ihnen das Wort ICO (das equivalente zum IPO in der Kryptowelt) vermutlich etwas. Ethereum hat seine spekulative Entwicklung von über 10 000% in 2017 fast ausschliesslich den ICOs verdanken, die den Fundraising Prozess revolutioniert haben. Zum Höhepunkt im Dezember 2017 erreichte Ethereum einen Höchststand von USD 1 500 ohne auch nur eine einzige funktionierende Applikation auf der Blockchain zu haben. Die Blase ist kurz darauf geplatzt und heute spricht man nur noch hinter vorgehaltener Hand von ICOs.

Spulen wir vor zum Jahr 2020. Kryptofirmen hatten nur drei Jahre Zeit, um Applikationen auf Ethereum zu entwickeln und ein reales Problem in der Finanzwelt zu lösen. Die Geduld hat sich gelohnt. Seit Anfang des Jahres sind über USD 14.4 Milliarden in Ethereum Smart Contracts gelagert. Krypto Applikationen nutzen die Vorteile der Blockchain (365/24/7 Märkte, schnelle, sichere und transparente Transaktionen, Smart Contracts, etc.) um ein neues alternatives Finanzsystem zu schaffen. Der Unterschied zwischen dem derzeitigen Finanzsystem und dem neuen Finanzsystem sind die Angestellten. Statt Analysten und Direktoren werden alle Funktionen komplett durch Smart Contracts ersetzt.

Tabelle 3



Die Ethereum Finanzwelt (sogenannte «DeFi» - Decentralized Finance) repliziert die traditionelle Finanzwelt, doch ohne auch nur einen einzigen Angestellten, Manager, Gebäude oder Auditor zu haben. Die dadurch gesparten Kosten gehen an den Endkunden und an die Miners, die das Netzwerk in Takt halten. Auch kennt die DeFi Welt keine Landesgrenzen, keine Wochenenden und ist für jedermann zugänglich, der eine simple Internetverbindung hat.

Im Vergleich zum letzten grösseren Bull Run Ethereums in 2017 wird die Ethereum Blockchain in 2020 nun aktiv genutzt. Die Handelsvolumina auf Uniswap, einer dezentralisierten Kryptobörse auf Ethereum, haben dieses Jahr schon die Volumina der meisten zentralisierten Kryptobörsen wie zum Beispiel Kraken oder Coinbase überholt. Auch hat der dezentralisierte Kreditmarkt mit Applikationen wie Compound oder Aave tausende neue Nutzer (verglichen mit o zum Höhepunkt im Dezember 2017) angezogen, die die Blockchain auf täglicher Basis nutzen, um ihre Investments zu verwalten.

Doch wie hängt die erhöhte Nutzung der Ethereum Blockchain mit dem Anstieg des Ethereum Tokens (ETH) zusammen?

Jede einzelne Transaktion, die auf der Ethereum Blockchain durchgeführt wird, kostet einen Bruchteil eines Ethereum Tokens als Transaktionsgebühr. In der Hinsicht ist ETH die neue Währung der digitalen Finanzwelt. Die angekurbelte Innovation und der rasante Anstieg in Nutzer waren die Hauttreiber 2020 für Ethereum, wo der derzeitige Preis unterhalb von 35% des All Time Highs liegt.

Wir haben uns nun die Treiber der grössten beiden Kryptowährungen auf dem Markt angeschaut. Wenn Sie aufgepasst haben, sehen Sie den eindeutigen Unterschied: Die Treiber von Bitcoin sind extern (erhöhtes Interesse von institutionellen Investoren) und die Treiber von Ethereum sind intern (mehr Innovation und erhöhte Nutzen). Der Grund für die verschiedenen Treiber sind die fundamentalen

Unterschiede der beiden Kryptowährungen: Bitcoin ist und bleibt ein Store-of-Value (es gibt auch nicht viel Innovation auf Gold) und Ethereum ist ein Nutzungstoken, der die digitale Währung der dezentralisierten Applikationen darstellt. Der unvorsichtige Investor packt gerne einmal alle digitalen Währungen in eine Schublade, doch wenn man sich nur zwei Stunden mit der Materie beschäftigt, erkennt man einfach, dass die Blockchain oft die einzige Gemeinsamkeit zwischen verschiedenen Währungen und Technologien sind.

Wie können professionelle Anleger Zugang zu dieser neuen Anlageklasse bekommen?

Bislang sind die wenigsten professionellen Investoren in Deutschland in Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum investiert. Das liegt einerseits an der konservativen Einstellung der Investment Manager/ Advisor, andererseits an der regulatorischen Unklarheit über den Handel und die Verwahrung von digitalen Währungen. Selbst wenn die ersten beiden Hürden überwunden wären, bringen Investments in digitale Assets weitere operative Probleme mit sich.

Wie verwahrt man die Bitcoins sicher? An welchen Börsen würde man Bitcoins handeln? Wie macht man KYC/AML für die Tokens, um sicherzustellen, dass diese rein sind?

Eine einfache und bequeme Lösung wäre ein Finanzprodukt anstatt des Erwerbes physischer Bitcoins. Mittlerweile gibt es eine Handvoll von verschiedenen Produkten auf dem Markt: Zertifikate, ETPs und andere strukturierte Produkte. Doch was unterscheidet die verschiedenen Strukturen voneinander und welche sind am besten für institutionelle Kunden geeignet?

Die 21Shares Krypto ETPs

Im November 2018 haben wir den weltweit ersten Krypto Basket ETP (HODL) am regulierten Markt der grössten Schweizer Börse (SIX Swiss Börse) notiert. Vor HODL gab es schon einige wenige andere Finanzprodukte für Kryptowährungen auf dem Markt, hauptsächlich Zertifikate oder ETNs und closed-end Strukturen, die gegenüber der ETP Struktur wichtige Nachteile aufweisen.

Auf globaler Ebene gibt es bis heute keinen Konsens über die Definition von Exchange Traded Products. In der Schweiz selbst ist ein ETP im Gegensatz zu Deutschland kein Oberbegriff für ETCs, ETNs oder ETFs, sondern ist selbst ein Teil der Unterkategorie (die der Exchange Traded Commodity Struktur am ähnlichsten ist). Der wesentliche Unterschied zwischen Schweizer ETPs und Zertifikaten ist die Besicherung. Während Zertifikate gewöhnlicher Weise ein erhöhtes Emittentenrisiko auf Grund der fehlenden Besicherung haben, sind

ETP Strukturen zu jeder Zeit vollkommen besichert. Jeder Anteil des ETPs ist mit der gleichen Menge an Bitcoins sicher bei der regulierten Depotbank verwahrt.

ETPs geniessen das gleiche Mass an Sicherheit und Transparenz wie traditionelle ETFs, unterliegen allerdings nicht den strengen OGAW Diversifizierungsanforderungen, weshalb sich die Struktur ideal für exotischere Anlageklassen wie Rohstoffen, Währungen oder halt Kryptowährungen eignen. Hinzu kommt, dass das ETP eine open-ended Struktur und unabhängige Market Maker hat, was den Preis des Instruments stets in Kongruenz mit dem Wert des zugrunde liegenden Assets hält. Dies ist nicht der Fall bei anderen closed-end Strukturen, die zum Höhepunkt Prämien von bis zu 700% auf Grund von steigender Nachfrage hatten.

Die DACH Region und auch Deutschland sind weltweit führend in der regulatorischen Akzeptanz von digitalen Währungen. Insgesamt haben wir elf verschiedene Krypto ETPs an deutschen, österreichischen und Schweizer Börsen emittiert, darunter den Bitcoin ETP (21XB) und sogar einen Short Bitcoin ETP (21XS) an der XETRA. Unsere Mission als Firma ist es Investoren sicheren und transparenten Zugang zu dieser neuartigen Anlageklasse zu bieten.

Die Blockchainindustrie steht vor dem Wendepunkt. Noch vor 2 Jahren bestand der Stamm von Investoren fast ausschliesslich aus Privatanlegern. Ethereum wuchs in derselben Zeit von 0 Anwendungen mit 0 Nutzern auf hunderte von Anwendung mit zig-tausend täglichen Nutzern und über \$14 Milliarden in Assets. Die Blockchain ist eine Technologie. Kryptowährungen sind die Währung der Technologie. Auf Grund der vielen Anwendungen ist ein hohes Mass an Vorsicht geboten, da - wie während der Dotcom Blase - nur eine Handvoll an Gewinnern das Ende des Tunnels erreichen werden. Doch wie Sie sich noch aus einer der ersten Volkswirtschaftsvorlesung erinnern können, ist und bleibt Technologie der Haupttreiber vom ökonomischen Wachstum.

Kontakt:



21 Shares AG
 Hansen Wang
 Senior Associate
 Tel.: +41 44 26 0 86 60
 E-Mail: etp@21shares.com

Henning Schwabe, Partner, Arendt & Medernach SA

Kryptowährungen und Kryptowährungsfonds sowie die Chancen in diesem Zusammenhang sind aktuell stark diskutiert. Luxemburg als führender Investmentstandort in Europa hat sich diesen Themen naturgemäß angenommen. Der nachfolgende Artikel soll den derzeitigen Diskussionsstand in Luxemburg wiedergeben und einen kurzen Ausblick in die Zukunft wagen.

Trotz einem hohen Maß an Volatilität wächst der Kryptowährungsmarkt zur Zeit exponentiell weiter. Viele Experten sagen einen weiteren Anstieg voraus. Im Lichte dieser Marktentwicklung gibt es eine steigende Nachfrage von Kapitalanlegern und Vermögensverwaltern nach Anlageprodukten, die in Kryptowährungen investieren bzw. Kryptowährungen abbilden.

Die Europäische Union ist sich wohl bewusst, wie wichtig Krypto-Assets generell für die Zukunft sind. Die Präsidentin der Europäischen Kommission von der Leyen fordert insoweit einen gemeinsamen Ansatz der Mitgliedstaaten in Bezug auf Krypto-Assets, um sicherzustellen, dass Europa bestmöglich und gemeinsam die damit verbundenen Chancen nutzen und gleichzeitig den damit ebenfalls verbundenen neuartigen Risiken begegnen kann. Im Einklang damit hat die Europäische Kommission am 24. September 2020 einen Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates für Krypto-Assets-Märkte, Markets in Crypto-assets Regulation (**MiCAR**) vorgelegt, der einen konsolidierten Rechtsrahmen, insbesondere mit obligatorischen Offenlegungsanforderungen vorsehen soll.

Die Entstehung der Kryptowährung als eine neue Vermögenskategorie hat natürlich auch die Aufmerksamkeit der luxemburgischen Fondsbranche erlangt.

Was ist eine virtuelle Währung?

Eine digitale Darstellung eines Wertes, der

- 1. weder von einer Zentralbank oder öffentlichen*
- 2. Stelle emittiert oder garantiert*
- 3. nicht zwangsläufig an eine gesetzlich festgelegte Währung angebunden ist*
- 4. nicht den gesetzlichen Status einer Währung /Geld besitzt*
- 5. von natürlichen oder juristischen Personen als Tauschmittel akzeptiert und*
- 6. auf elektronischem Wege*
- 7. übertragen, gespeichert und gehandelt wird*

Allgemeines

Luxemburg hat im Laufe der Zeit eine breite Palette unterschiedlicher Arten von Investmentfonds entwickelt, die insbesondere je nach anwendbarem Rechtsrahmen unterschiedliche Möglichkeiten bieten. Auf dieser Grundlage hängt die Möglichkeit eines luxemburgischen Investmentfonds, in Kryptowährungen zu investieren, hauptsächlich von (i) seinen Anforderungen an die zulässigen Anlageklassen ab, die für die jeweilige Art von Investmentfonds gelten, und (ii), angesichts der mit dieser virtuellen Anlageklasse verbundenen Risiken, von der Kategorie bzw. Kategorien der für den jeweiligen Investmentfonds zulässigen Anlegern (**berechtigte Anleger** bzw. **berechtigte Investoren**).

Die luxemburgische Aufsichtsbehörde (die *Commission de Surveillance du Secteur Financier* oder **CSSF**) hat ebenfalls ihr Augenmerk auf dieses Thema gerichtet. Die Analyse der Möglichkeiten dieser Anlageklasse und gleichzeitig der Schutz der Anlegerinteressen sind für die CSSF wichtig. Im Hinblick auf den Schutz der Anlegerinteressen hat die CSSF auf die Risiken im Zusammenhang mit Kryptowährungen und im weiteren Sinne mit virtuellen Währungen in einer am 14. März 2018 auf der Website der CSSF veröffentlichten Mitteilung zu virtuellen Währungen (**CSSF-Mitteilung**) hingewiesen.

Kryptowährung als zulässige Anlageklasse. Um festzustellen, ob Kryptowährungen als eine Anlageklasse für eine bestimmte Art von Investmentfonds in Frage kommt, müssen die Kriterien für den konkreten Investmentfonds analysiert werden. Kryptowährungen sind als relativ neue Art der Anlageklasse noch nicht so bekannt und eine Einordnung in die herkömmlichen Kategorien ist nicht so einfach. Im Einklang mit der CSSF-Mitteilung kann eine "Kryptowährung" im Allgemeinen als Synonym für eine "virtuelle Währung" verstanden werden, die ihrerseits eine digitale Darstellung eines bestimmten Wertes ist.

Die 5. Anti-Geldwäsche-EU-Richtlinie vervollständigte die von der Europäischen Zentralbank im Februar 2015 gegebene Definition von virtuellen Währungen wie folgt: „Virtuelle Währungen“ sind eine digitale Darstellung eines Wertes, die von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurden oder garantiert werden und nicht zwangsläufig an eine gesetzlich festgelegte Währung angebunden sind und die nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzen, aber von natürlichen oder juristischen Personen als Tauschmittel akzeptiert werden und die auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden können.

Nach der derzeitigen Verwaltungspraxis der CSSF werden virtuelle Währungen als eine gesonderte Art von Vermögenswerten betrachtet.

Risiken im Zusammenhang mit Kryptowährungen. Kryptowährungen können als sehr volatile und spekulative Investitionen angesehen werden, die eine Reihe von Risiken in sich tragen, bis hin zu einem möglichen Totalverlust der jeweiligen Investitionen. Die CSSF verweist im Wesentlichen auf die folgenden mit Kryptowährungen verbundenen Risiken, die gleichzeitig den Umfang der verfügbaren Optionen einschränken können:

- **Volatilität und das Risiko von Preisblasen:** Es besteht das Risiko, das investierte Kapital innerhalb eines sehr kurzen Zeitraums teilweise oder vollständig zu verlieren.
- **Mangelnder Schutz und Diebstahlrisiko:** Aufgrund ihres unregulierten Charakters können Kryptowährungs-Speichersysteme Schwachstellen aufweisen, die zu einem Hacker- und Diebstahlrisiko führen können.
- **Mangel an Liquidität:** Aufgrund der potenziell unzureichenden Nachfrage von Dritten können Inhaber von Kryptowährungen diese möglicherweise nicht verkaufen.
- **Historisch schneller Wertzuwachs:** Der exponentielle Erfolg von Kryptowährungen kann zugrunde liegende Risiken verdecken.
- **Betriebsunterbrechung:** Da Kryptowährungen auf IT-Infrastrukturen angewiesen sind, können Inhaber von Kryptowährungen dauerhaften oder vorübergehenden Systemunterbrechungen ausgesetzt sein.
- **Irreführende Informationen:** Die den Anlegern zur Verfügung gestellten Informationen können unvollständig oder schwer verständlich sein oder nicht alle Risiken widerspiegeln, die virtuellen Währungen zugrunde liegen.
- **Eine Investition, die nicht für alle Arten von Investoren und Anlagestrategien geeignet ist:** Kryptowährungen sind eher für kurzfristige Projekte in Betracht zu ziehen.
- **Betrug und Geldwäscherei:** Kryptowährungen locken Kriminelle an, diese virtuellen Währungen in betrügerischen Machenschaften, im Zusammenhang mit Lösegeld, zur Geldwäsche oder zur Finanzierung des Terrorismus zu verwenden.

Berechtigte Investoren

Auf der Basis der vorgenannten Risiken ist die CSSF der Ansicht, dass Investitionen in Kryptowährungen nicht für alle Arten von Anlegern und Anlagestrategien geeignet sind. Der Anlegerschutz-Gedanke führt insoweit derzeit dazu, dass nur Fonds, die an professionelle Investoren vertrieben werden können, in Kryptowährungen investieren/investieren können.

OGAW und Pensionsfonds

Nach der vorgenannten CSSF-Mitteilung dürfen Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und Pensionsfonds nicht in Kryptowährungen investieren. Dieses Verbot gilt für direkte oder indirekte Investitionen in Kryptowährungen, z.B. durch den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten.

OGA Teil II und SIF

Die CSSF-Mitteilung stellt ebenfalls klar, dass es Organismen für gemeinsame Anlagen (**OGA**), die sich an den Privatanleger, also den nicht-professionelle Kunden richten (wie z.B. Organismen für gemeinsame Anlagen Teil II (**OGA Teil II**) und spezialisierte Investmentfonds (**SIF**), ebenso nicht erlaubt ist, direkt oder indirekt in virtuelle Währungen zu investieren.

Ungeachtet der obigen Ausführungen unterliegen OGA Teil II und SIF ansonsten keinen besonderen rechtlichen Beschränkungen in Bezug auf die zulässigen Anlageklassen. Daher könnten OGA Teil II und SIF grundsätzlich in Kryptowährungen investieren, sofern sie die anwendbaren Anforderungen an die Risikodiversifizierung erfüllen und die Vermarktung und den Vertrieb ihrer Anteile an nicht-professionelle Anleger eindeutig untersagen. Im Rahmen des Genehmigungsprozesses müssen die Marktteilnehmer, die regulierte OGA Teil II und SIF auflegen möchten, der CSSF die notwendigen Angaben machen, die der besonderen Anlageklasse der Kryptowährungen Rechnung tragen und den avisierten Anlegerkreis entsprechen, um die Genehmigung der CSSF zu erhalten. In diesem Zusammenhang ist insbesondere die weitere Entwicklung auf der Grundlage der Umsetzung der MiCAR zu verfolgen, die nach ihrer Umsetzung in der Zukunft etwaig weitere Möglichkeiten schaffen kann.

SICAR

Investmentgesellschaften zur Anlage in Risikokapital (**SICAR**) können ihr Vermögen nur in Wertpapiere investieren, die Risikokapital darstellen, das durch das gleichzeitige Zusammentreffen zweier Elemente gekennzeichnet ist, nämlich eines hohen Risikos und der Absicht, die investierten Zieleinheiten (auch geschäftlich) zu entwickeln. Da es sich bei Kryptowährungen im Wesentlichen um Zahlungsmittel handelt, die vertraglich von den Transaktionsparteien akzeptiert werden, scheinen sie, zumindest im Prinzip, nicht als Risikokapital zu gelten. Es liegt daher nahe, dass Kryptowährungen sich nicht für eine SICAR Investition qualifizieren.

RAIF

Der reservierte alternative Investmentfonds (**RAIF**) ist ein nicht reguliertes Vehikel, das grundsätzlich keine beschränkenden Anforderungen an geeignete sonstige Vermögenswerte hat und weder der vorherigen Genehmigung noch der laufenden direkten Aufsicht der CSSF unterliegt. Auf dieser Basis kommt ein RAIF als Investitionsvehikel in Betracht und es ist einem RAIF grundsätzlich gestattet, sowohl unmittelbar als auch mittelbar in Kryptowährungen zu investieren.

Ungeachtet der Tatsache, dass der RAIF nicht reguliert ist, benötigt er dennoch einen voll autorisierten Verwalter alternativer Investmentfonds (**AIFM**) und eine in Luxemburg ansässige Verwahrstelle. Diese Dienstleister müssen über entsprechende Genehmigungen und Verfahren verfügen, die es ihnen ermöglichen, Kryptowährungsfonds zu verwalten bzw. zu verwahren. Eine der Herausforderungen in der Praxis kann darin bestehen, einen Finanzdienstleister zu finden, der sich dafür entscheidet, als Verwahrer für den konkret betroffenen Fonds zu fungieren.

Auch in diesem Zusammenhang ist die weitere Entwicklung auf der Grundlage der Umsetzung der MiCAR zu verfolgen, die nach ihrer Umsetzung in der Zukunft etwaig weitere Möglichkeiten schaffen kann.

SCS und SCSp

Nicht (direkt) regulierte Fondsstrukturen können unter anderem in der Form einer gemeinen Kommanditgesellschaft (**SCS**), die eine Rechtspersönlichkeit besitzt, oder einer speziellen Kommanditgesellschaft (**SCSp**), die keine Rechtspersönlichkeit besitzt, errichtet werden. Solche Strukturen sind in ihrer Zweckbestimmung nicht beschränkt und unterliegen nicht dem Risikodiversifizierungserfordernis.

Auf dieser Basis kommen SCS und SCSp Strukturen als Investitionsvehikel in Betracht und diese können grundsätzlich, sowohl unmittelbar als auch mittelbar in Kryptowährungen investieren.

Bei der Auflegung eines solchen Kryptowährungsfonds kann eine der Herausforderungen in der Praxis darin bestehen, einen Finanzdienstleister zu finden, der sich dafür entscheidet, als Verwahrer für den konkret betroffenen Fonds zu fungieren. Wir erwarten, dass die Umsetzung der MiCAR den Prozess hier erleichtern könnte.

Diese Schwierigkeit kann vermieden werden, indem man entweder einen einfachen registrierten AIFM oder einen Nicht-EU-AIFM bestellt. Dies beinhaltet gleichzeitig den Nachteil, dass (i) die betreffenden Fonds nicht in der Lage sein werden, von dem im Rahmen der AIFMD verfügbaren EU-Vertriebspass zu profitieren und dass (ii) in Bezug auf die registrierte AIFM-Option die Größe des Fonds auf 100 Mio. EUR bzw. im Falle eines ungehebelten geschlossenen Produkts auf 500 Mio. EUR begrenzt wird. Die betreffenden Fonds können daher nur auf der Grundlage der sog. „reverse solicitation“ oder in Übereinstimmung mit den nationalen Privatplatzierungsvorschriften (soweit anwendbar) vertrieben werden.

Fazit

Die vorgenannten Arten Luxemburger Investmentfonds ermöglichen Investments in Kryptowährungen. Bei regulierten Fondsstrukturen, die nur an professionelle Kunden vermarktet werden, ist eine derartige Investition mit der CSSF im Rahmen des Genehmigungsprozesses abzustimmen.

Darüber hinaus müssen die Dienstleister für einen Kryptowährungsfonds (wie der AIFM und die Verwahrstelle, soweit anwendbar) über angemessene Verfahren verfügen, die die Besonderheiten eines solchen Fonds berücksichtigen. Es ist wahrscheinlich, dass jeder in Luxemburg ansässige Dienstleister die Angemessenheit seiner Verfahren im Hinblick auf Kryptowährungen auch gegenüber der CSSF rechtfertigen muss.

Hierbei ist ferner Folgendes zu berücksichtigen:

(i) der AIFM muss bei seiner Aufsichtsbehörde einen Antrag stellen, um die relevante Genehmigung zu erhalten, einen Fonds zu verwalten, der in Kryptowährungen investiert. Da es keine spezifische Kategorie einer relevanten Strategie hierzu gibt, ist grundsätzlich die verbleibende Kategorie der "anderen / anderen" Strategien auf Kryptowährungsfonds anwendbar; und

(ii) in Bezug auf das für Kryptowährungen geltende Depotregime muss analysiert werden, ob die Kryptowährungen entweder "Finanzinstrumente, die verwahrt werden müssen" (vorbehaltlich des strengen Haftungsregimes) oder "sonstige Vermögenswerte" darstellen. Es wird allgemein davon ausgegangen, dass Kryptowährungen nicht als eine Kategorie von Finanzinstrumenten gelten, die verwahrt werden können, und daher "sonstige Vermögenswerte" im Sinne des Verwahrstellenregimes sind.

Darüber hinaus könnte ein registrierter AIFM von der CSSF aufgefordert werden, eine Reihe von Informationen in Bezug auf die Bekämpfung der Geldwäsche und der Finanzierung des Terrorismus vorzulegen, einschließlich der Ernennung eines AML-Officers und der Annahme geeigneter Verfahren zur Bekämpfung der Geldwäsche und der Finanzierung des Terrorismus.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass Kryptowährungen und Kryptowährungsfonds in Luxemburg sehr genau betrachtet werden und die Möglichkeiten hierzu mit Augenmaß eingesetzt werden. Die weitere Entwicklung ist insbesondere auf der Grundlage der Umsetzung der MiCAR zu verfolgen, die nach ihrer Umsetzung in der Zukunft etwaig weitere Möglichkeiten schaffen kann.

Kontakt:

*Arendt & Medernach SA
41A avenue JF Kennedy L-2082 Luxembourg
www.arendt.com*



*Henning Schwabe
Partner
Investment Management*

*Tel.: +352 40 78 78 525
E-Mail:
henning.schwabe@arendt.com*

Dr. Martin Schulte, European Counsel, und Dr. Nick Wittek, Partner, Jones Day

Mit dem Entwurf eines Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG), dem europäischen Digital Finance Package und den Überlegungen der EZB, einen digitalen Euro einzuführen, werden Kryptoassets auch für regulierte Unternehmen zunehmend greifbarer. Befürchtungen, in einem von Geldwäsche, Ponzi-Systemen und Hype-Tendenzen geprägten Graubereich zu agieren, nehmen dementsprechend ab und es setzt sich die Erkenntnis durch, dass diese Phänomene weniger mit Kryptoassets als mit den typischen Startschwierigkeiten einer neuen Technologie zu tun haben, wie sie auch das Internet u.a. mit der Dotcom-Blase vor knapp 20 Jahren durchgemacht hat. Man kann heute davon ausgehen, dass sowohl Hype-Tendenzen als auch Sicherheitslücken hinreichend kontrollierbar sind. Vieles spricht dafür, dass es Finanzunternehmen ohne Blockchain-Strategie in den nächsten Jahren schwer haben werden, im Wettbewerb mit FinTechs und innovationsnahen etablierten Konkurrenten zu bestehen. Fondsgesellschaften und Verwahrstellen bilden dabei keine Ausnahme.

Anders als etwa in den USA oder in China sind Kryptofonds in Deutschland und auch in der EU noch selten. Sie werden in der Regel als Private Equity, Venture Capital und Hedge Fonds – im Rahmen der im KAGB in §2 Abs. 4 umgesetzten Ausnahmeregelungen für Spezial-AIF von kleinen Fondsgesellschaften – ohne Einbindung einer Verwahrstelle strukturiert. Dies könnte im Wesentlichen daran liegen, dass die (hoch regulierten) Verwahrstellen nicht riskieren wollen, jetzt Prozesse aufzusetzen, die aufgrund von möglichen Konkretisierungen der Aufsichtsbehörden oder des Gesetzgebers wieder grundlegend überarbeitet werden müssen. Mit der zunehmenden Relevanz von Kryptoassets und deren Hoffähigkeit infolge der jüngsten Regulierung steht die digitale Verwahrung mittlerweile ganz oben auf die Agenda vieler in Deutschland und der EU tätigen Unternehmen im Bereich Asset Servicing. Aktuell werden insbesondere die folgenden Punkte diskutiert:

- technische Aspekte, wie die Erstellung und der Schutz von privaten Schlüsseln und die Sicherheitsprotokolle zum Abzeichnen oder Validieren von Transaktionen
- Datenverwaltungsfragen, z.B. Cloud- versus Hardware-Datenspeicherlösungen und
- regulatorische Aspekte wie Geldwäscheprävention oder Lizenzanforderungen für neue Marktteilnehmer und etablierte Banken.

Diese Fragen sind wichtig für den sicheren und effizienten Betrieb einer Service-Plattform für digitale Vermögenswerte. Daneben stellt sich aber auch die Frage nach der Integration von Kryptoassets in den Rahmen der OGAW oder AIFM-Richtlinien bzw. in das KAGB und dort insbesondere nach der Ausgestaltung der Verwahrstellenfunktion. Die Debatte über den Umfang der Verwahrstellenpflichten mit Blick auf die Verwahrung des sog. "verwahrfähigen" Fondsvermögens und die Kontroll- und Verwaltungsaufgaben sowie die damit verbundene Haftung befindet sich noch in einem sehr frühen Stadium. Nachfolgend sollen daher einige Leitlinien aufgezeigt werden.

Depotrecht und Investmentrecht

Während sich einige Aufsichtsbehörden und Legislativorgane z.B. in Deutschland, Frankreich und Luxemburg auf die Emissionsvorschriften für blockchainbasierte Wertpapiere konzentrieren, betreiben Portfoliomanager heute Spezial-AIF, die im Gegensatz zu Publikumsfonds nur geringen Anlagebeschränkungen unterliegen und daher auch Kryptoassets erwerben können. Da sog. Security Token, also mit traditionellen Finanzinstrumenten vergleichbare Kryptoassets, bisher noch selten sind, investieren Fondsmanager häufig in etablierte Kryptowährungen wie Bitcoin, Ether oder in Derivate mit Kryptowährungen als Bezugswert wie z.B. sog. Bitcoin Perpetual Swaps, die eine synthetische Partizipation an einer Wertentwicklung des Bitcoin ermöglichen.

Eine Verwahrstelle vorausgesetzt, erscheint aber auch die Auflage von Publikumsfonds prinzipiell möglich. So können Security Token als Wertpapier im Sinne der MiFID2 bzw. des WpHG und in absehbarer Zeit auch unter dem eWpG anzusehen sein. Dabei stellt sich die Grundsatzfrage, ob eine Qualifikation von Kryptoassets als Wertpapier auch dazu führt, dass diese als "verwahrfähige Vermögenswerte" nach dem KAGB gelten. Fraglich ist dann auch, welche Rolle das für klassische Wertpapiere geltende Depotgesetz (DepotG) dabei spielen soll. Dessen Anwendbarkeit erscheint jedenfalls nicht zwingend geboten, denn die traditionelle Depotverwahrung basiert auf einem zentralisierten Konzept, welches die primäre Haftung des Depotverwahrers für einen Vermögensverlust rechtfertigt. Kryptoassets werden dagegen abgesehen von den privaten Schlüsseln dezentral gespeichert und übertragen.

Jedenfalls ist es schwer vorherzusagen, ob oder nach welchen Kriterien die nationalen und europäischen Regulierungsbehörden Kryptoassets als verwahrfähige Finanzinstrumente für die Zwecke der investmentrechtlichen Verwahrstellenfunktion klassifizieren werden. Eine Verwahrstelle für traditionelle Wertpapiere hat die Befugnis, einen Vermögenswert von einem Depot auf ein anderes zu buchen. Blockchains, deren Governance einen dezentralisierten Validierungsmechanismus enthält, wie z.B. "proof-of-stake"- oder "proof-of-work", bieten keine Möglichkeit, eine solche Buchung vorzunehmen, unabhängig davon, ob der Verwahrer die privaten Schlüssel der jeweiligen Fonds hält oder nicht. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Verwahrstelle die Anleger nur vor dem Verlust der privaten Schlüssel schützen oder auch sicherstellen sollte, dass der Vermögenswert tatsächlich in die Kryptobestände des Investmentfonds im Hauptbuch auf der jeweiligen Blockchain (dem "distributed ledger") eingebucht wird.

Die Verwahrstellen werden beurteilen müssen, ob es eine praktikable und vielversprechende Strategie ist, private Blockchains zur Verfügung zu stellen, die sie nicht nur in die Lage versetzen, die Transaktionen im Netzwerk zu kontrollieren, sondern auch ein eigenes, ausgeklügeltes Emissionsumfeld zu schaffen. Dies erscheint sinnvoll wenn man davon ausgeht, dass die Distributed Ledger Technologie das Konzept der bisherigen Verwahrketten und Nachhandelsdienstleistungen nachhaltig verändern oder sogar ersetzen wird.

Blockchain und Zentralverwahrung

Eine Alternative zu einer vollständig dezentralisierten Marktinfrastruktur wäre es, wenn Zentralverwahrer (CSDs) die Blockchain-Technologie einsetzen, um (weiter) CSD-Dienstleistungen anzubieten. Das im August vorgeschlagene eWpG sieht die Möglichkeit vor, das Register für die Emission von elektronischen Wertpapieren auf einer Blockchain zu führen. Sofern ein solches "Kryptowertpapiereregister", in dem die Eigentumsübertragung manifestiert wird, als Wertpapierliefer- und Abwicklungssystem im Sinne der Finalitätsrichtlinie einzustufen ist, bedeutet dies, dass der Registerführer, sofern er auch der Betreiber eines solchen Systems ist, eine Lizenz als Zentralverwahrer benötigt. Relevant wäre dies jedenfalls in den Fällen, in denen ein Unternehmen ein eigenes Blockchain-Netzwerk betreibt und dabei die Registerführung übernimmt. Ob dann die hohen Anforderungen an eine CSD-Lizenz sachge-

recht sind, könnte in vielen Fällen eher fraglich sein, zumal auch jeder Emittent eines Kryptowertpapiers nach der Konzeption des eWpG ein eigenes Netzwerk betreiben und dabei ein Register führen kann. Entscheidend ist hier letztlich, welche Bedeutung die jeweilige Blockchain im Gesamtsystem einnehmen wird. Es ist jedenfalls nicht davon auszugehen, dass die Qualifikation als Wertpapierliefer- und Abwicklungssystem den Regelfall darstellen wird. Um diesen Unsicherheiten zu begegnen, sieht das Digital Finance Package ein Pilot-Regime vor, unter dem die zuständigen Aufsichtsbehörden befugt sind, blockchainbasierte Marktinfrastrukturen, auf denen nur kleinere Emissionsvolumina verwaltet werden, von den Lizenzanforderungen für CSDs auszunehmen.

Digitale Verwahrung und digitale Verwahrstelle

Mehrere Länder auf der ganzen Welt haben neue Lizenzanforderungen für Unternehmen eingeführt, die private Schlüsselverwaltungs-lösungen für Kryptowährungen und andere Kryptoassets anbieten. Dies wird gewöhnlich als "Krypto-Verwahrung" bezeichnet, die sich auf sog. cold, warm bzw. hot Storage privater Schlüssel erstreckt. In Deutschland ist die Verwahrung bzw. Verwaltung privater Schlüssel für andere eine Finanzdienstleistung, die eine Lizenz als sog. Krypto-Verwahrstelle erfordert. Das Digital Finance Package enthält einen ähnlichen Ansatz. Auf EU-Ebene sollen Banken jedoch von der Verwahrlicenz ausgenommen werden, und in Deutschland scheint es so zu sein, dass Depotbanken private Schlüssel für wertpapier-ähnliche Kryptoassets halten können, ohne eine Kryptoverwahrlicenz einholen zu müssen. Führt man sich vor Augen, dass private Schlüssel von Bitcoins und von regulierten Wertpapiertoken wie sie das eWpG vorsieht keine strukturellen oder technischen Unterschiede aufweisen, wird die Schwierigkeit deutlich, die neue Technik mit dem traditionellen Wertpapierbegriff in der Gesetzgebung in Einklang zu bringen. Die Verwahrung privater Schlüssel unterscheidet sich jedenfalls wesentlich von der traditionellen Verwahrung, da die Aufbewahrung des Codes eines Kryptoschlüssels an einem sicheren Ort den Verwahrer nicht unbedingt in die Lage versetzt, eine Transaktion über das Kryptoasset abzuschließen. Verwahrer traditioneller Wertpapiere können hingegen finale Buchungen vornehmen. Vor diesem Hintergrund erscheint es zweifelhaft, ob die Beschränkung der Verwahrstellenfunktion auf die Verwahrung von privaten Schlüsseln mit den Zielen der AIFM- und der OGAW-Richtlinie im Einklang stehen würde.

Pflichtenkreis und Haftung der Verwahrstelle

Solange es keine offiziellen Konkretisierungen zu Pflichtenkreis und Haftung der Verwahrstelle für Kryptofonds gibt, steht die Industrie vor der Herausforderung, die Rolle der Verwahrstelle selbst zu definieren. Grundsätzlich besteht kein Grund, diese Herausforderung nicht anzunehmen, denn die begrenzte Verfügbarkeit von Verwahrstellen für die Verwaltung von Kryptoassets stellt ein ernsthaftes Hindernis für die Entwicklung von Kryptofonds dar. Solange es keine relevanten Bewegungen im Markt gibt, besteht aber auch für die grundsätzlich innovationsfreundliche BaFin nur bedingt Anlass, sich auf Details festzulegen.

Die Verwahrung ist nur eine von mehreren Dienstleistungen, die Verwahrstellen im Rahmen des AIFM- und OGAW-Rahmens anbieten. Wenn das betreffende Asset kein verwahrfähiges Finanzinstrument ist, üben die Verwahrstellen Kontrollfunktionen aus, die mindestens ebenso anspruchsvoll wie die reine Verwahrung sein können. Bei Kryptoassets sind die Kontrollfunktionen besonders mit Blick auf ein angemessenes Maß an Finalität hinsichtlich der Eigentumsübertragung relevant, denn im Rahmen der Verwahrung eines privaten Schlüssels kann nicht festgestellt oder garantiert werden, dass eine Transaktion stattgefunden hat.

Weil eine Transaktion jedenfalls auf öffentlichen Blockchains nach deren Regelwerk (Governance) von mehreren Netzwerkteilnehmern bestätigt oder validiert werden muss, kann eine Verwahrstelle nicht garantieren, dass der beabsichtigte Eigentumsübergang final vollzogen wird. Eine vollumfängliche Haftung der Verwahrstelle für die rechtmäßige Buchung eines Kryptoassets zugunsten des Fonds wäre vor diesem Hintergrund nur sachgerecht, wenn die Verwahrstelle auch die Validierung der Eigentumsübertragung steuert, z.B. indem sie die Kontrolle über alle Knotenpunkte, die an dem Validierungsprozess beteiligt sind, inne hat. Das wäre denkbar, wenn das derzeitige Modell, bei dem ein CSD eine Nachhandels- und Verwahrstruktur betreibt, mit der Blockchain-Technologie nachgebildet wird: Ein CSD würde das Netzwerk bereitstellen und für die rechtmäßige Ausführung aller Transaktionen oder Buchungen einstehen. Das könnte jedoch die Frage aufwerfen, warum die Blockchain-Technologie hier überhaupt eingesetzt werden sollte, da insbesondere durch die bestehende CSD-Struktur und die T2S-Plattform schon jetzt ein hohes Maß an Transaktionsgeschwindigkeit und -sicherheit besteht. Auch wenn ein CSD-gesteuertes Blockchain-Netzwerk wohl nicht wirklich als dezentral zu bezeichnen wäre, erscheint aber jedenfalls eine Automatisierung der Nachhandelsstruktur mit hohem Kostensenkungspotential für den Investor noch möglich.

Eher fraglich erscheint, ob der Anlegerschutz wirklich eine Beschränkung auf private Blockchain-Technologien erfordert. Zumindest sollten dann Sicherheitslücken öffentlicher Blockchains nachgewiesen werden. Die in der Vergangenheit öfter große Schäden verursachende mangelhafte Sicherung privater Schlüssel reicht als Nachweis hierfür nicht, denn die Sicherung der privaten Schlüssel findet ja gerade außerhalb des Netzwerks statt und ist mittlerweile nicht nur in Deutschland reguliert worden.

Eigentumsprüfung und Sicherung privater Schlüssel bei nicht verwahrfähigen Kryptoassets

Im Allgemeinen werden Kryptoassets mittels Zugriff durch den privaten Schlüssel auf den öffentlichen Schlüssel (das Blockchainregister) übertragen. Der private Schlüssel wird vom Betreiber einer Wallet erstellt. Zwar ist es unwahrscheinlich, aber nicht ausgeschlossen, dass ein Dritter denselben privaten Schlüssel verwendet. Eine gemeinsame Erklärung der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC und der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) über die Verwahrung von Kryptoassets durch Broker-Dealer stellte bereits fest, dass ein privater Schlüssel möglicherweise nicht ausreicht, um die ausschließliche Kontrolle über ein Kryptoasset zu erlangen, da man nicht nachweisen kann, dass keine andere Partei über eine Kopie des privaten Schlüssels verfügt. Dies sollte bei der Bestimmung des Haftungsrahmens der Verwahrstellenfunktion für Kryptoassets berücksichtigt werden.

Umgang mit Fork-Risiken

Viele öffentliche Blockchains unterliegen zudem dem sog. Fork-Risiko, dass Kryptoassets, die vor einem Fork-Ereignis, d.h. wenn sich das Netzwerk einer öffentlichen open source Blockchain nicht auf eine vorgeschlagene Modifikation einigen kann, gekauft werden, in mehrere Token aufgespalten werden. Das kann zu Unklarheiten beim Eigentumsnachweis führen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Kontrollpflichten auch dieses Risiko abdecken sollten.

**Kontrolle des NAV, Anlagegrenzen und Prüfung
der Marktkonformität**

Die adäquate Bewertung von Kryptoassets kann angesichts der Vielzahl von Handelsplätzen ohne festgelegte Referenzpreise eine besondere Herausforderung darstellen. Die Unsicherheiten hinsichtlich der Bestimmung eines fairen Wertes abseits von Bitcoin oder Ether ist daher eine zentrale Herausforderung bei der Strukturierung von Kryptofonds, insbesondere auch mit Blick auf ETFs. Jedenfalls wird Klarheit hinsichtlich der Verlässlichkeit der Preise von Krypto-Handelsplätzen für die Überprüfung von NAV-Berechnungen, Anlagegrenzen und Eignungskriterien erforderlich sein.

Der nächste Schritt in der Entwicklung von Kryptofonds ist die Lösung dieser Fragen. Dies wird es den Verwahrstellen ermöglichen, die erforderlichen Dienstleistungen zu entwickeln

Kontakt:

*Dr. Martin Schulte, LL.M.
European Counsel
JONES DAY® - One Firm Worldwide®
NEXTOWER Thurn-und-Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt, Germany*

*Tel.: +49 69 9726 3939
M.: +49 151 1521 2444
E-Mail: mschulte@jonesday.com*



*Dr. Nick Wittek, LL.B.
Partner, Rechtsanwalt / Solicitor in
England and Wales
JONES DAY® - One Firm Worldwide®
NEXTOWER Thurn-und-Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt, Germany*

*Tel.: +49 69 9726 3917
M.: +49 172 157 1568
Fax +49 69 9726 3993
E-Mail: nwittek@jonesday.com*

Jens Dose, Direktor, und Christian L. Speer, Direktor, M.M.Warburg & CO

Wie die Konsolidierung der Schiffsfinanzierung Investoren neue Möglichkeiten eröffnet

Seit der Finanzkrise wächst der Markt für Private Debt beständig. Dies betrifft sowohl die Nachfrage- als auch die Angebotsseite. Innerhalb dieses Marktes wollen wir in diesem Artikel das Segment der Schiffskredite betrachten.

In den letzten zehn bis zwölf Jahren sind globale Schiffsfinanzierungsquellen von Banken im dreistelligen Milliardenbereich verloren gegangen. Gleichzeitig haben sich viele neue Player im Finanzierungsmarkt mit sehr unterschiedlichen Strategien versucht, teils mehr, teils weniger erfolgreich. Eine positive Konsequenz hieraus ist, dass Schiffe nicht mehr in den inflationären Ausmaßen spekulativ bestellt werden wie noch vor der globalen Finanzkrise.

Das Wachstum der Welthandelsflotte hat sich durch den Ausbruch der Schifffahrtskrise im Jahr 2008 stark verlangsamt. Durch bereits erfolgte Schiffsbestellungen war bis 2011 noch ein sehr hohes Wachstum zu verzeichnen, das sich seitdem jedoch auf einem Niveau von rund 3 Prozent eingependelt hat und somit dem prognostizierten Wachstum des Seehandels entspricht. Die Ursachen der Schifffahrtskrise sind sowohl in der weltweiten Finanz- und Weltwirtschaftskrise als auch in aufgebauten Überkapazitäten auf Grund der hohen Neubaubestellungen in den Jahren bis 2008 zu sehen. Nach einem jüngst erschienenen Bericht des Economist lag der Umfang an Schiffsneubaubestellungen 2008 noch bei rund 60 Prozent der bereits fahrenden Flotte.

Das hat sich seither gründlich geändert: Auf Grund der vorhandenen Bestandstonnage, rückläufigen Finanzierungsmöglichkeiten und der Unsicherheit des politischen und wirtschaftlichen Umfelds werden in allen Segmenten derzeit erheblich weniger Neubauten kontrahiert. Clarksons, eines der weltweit führenden Schiffsmaklerhäuser, berichtet aktuell, dass sich das Orderbuch zurzeit noch auf rund 7% der Weltflotte beläuft. Hinzu kommt eine sich verschärfende Regulierung. So zieht etwa die Verordnung IMO 2020, deren Ziel die Reduktion von Schwefeloxiden ist, erhebliche Zusatzinvestitionen oder den Einsatz von teurerem Treibstoff nach sich. Ein Nebeneffekt der damit einhergehenden Kosten ist die verstärkte Verschrottung älterer Schiffe.

Die durch diese Entwicklungen ausgelöste Konsolidierung des Tonnageangebotes stabilisiert die Schiffswerte und die Einnahmesituation. Die Entwicklung der Nachfrage nach Transportkapazitäten bleibt somit weiterhin positiv. Als Beleg mögen die jüngst veröffentlichten sehr positiven Zahlen der Hapag Lloyd AG dienen – trotz gegenwärtiger globaler Pandemie. Auch der Branchenführer Maersk als größte Containerreederei der Welt erwartet inzwischen deutlich bessere Jahresergebnisse als noch zu Jahresbeginn prognostiziert.

Temporäre Effekte aus der Pandemie können positiv wie negativ wirken. Während es bei Massengutschiffen durch Lockdowns bei Hafenumschlagsbetrieben oder Kohle- und Erzminen zu schwächeren Märkten kam, stiegen die Charraten für Tanker im 2. Quartal 2020 vorübergehend erratisch. Durch den sehr niedrigen Ölpreis kam es ad hoc zu einer großen Nachfrage nach Tankern als Lagerkapazitäten.

Die überraschend gute Entwicklung der Schiffs- und Hafenaktivitäten findet auch in der Presse ihren Niederschlag. Günter Bonz, Präsident des Unternehmensverbands Hafen Hamburg (UVHH), bestätigte jüngst in einem Pressebericht, dass sich die Umschlagszahlen im Hafen Hamburg nach einem kurzzeitigen Rückgang mit Beginn der Pandemie wieder deutlich erholen. Sie werden auf Jahressicht unter dem Rückgang des Bruttoinlandsproduktes liegen. Während einerseits der Umschlag von Massengütern wie Kohle nicht oder nur kaum beeinflusst wurde, erholt sich insbesondere der Containerumschlag. In Zeiten verringerter Reisetätigkeiten ließen es sich die Menschen daheim gutgehen und hielten so den Konsum auf einem hohen Niveau.

Aufgrund der stark abnehmenden Neubaufträge, insbesondere bei kleineren Schiffen, ist die Finanzierung von Second-Hand-Schiffen weiterhin als attraktiv und konservativ zu bewerten.

Besondere Expertise für das Segment der Schiffsfinanzierungen notwendig

In einem Anlage- und Finanzierungsumfeld, das von nachhaltig niedrigen Zinsen bestimmt ist, hat sich der Bereich Corporate Banking der Warburg Bank über die letzten Jahre einen sehr guten Track Record bei der Vergabe von Krediten mit attraktivem Rendite-/Risikoprofil aufgebaut. Dabei gelingt es regelmäßig sowohl im Immobilien- wie auch im Schifffahrtsbereich überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, obwohl der Risikogehalt einem Investment Grade nahekommt.

Im Bereich Schiffsfinanzierung gelingt dies insbesondere durch das Besetzen von Nischen in Finanzierungsmärkten, die starken Verwerfungen ausgesetzt sind. Dies erfordert schnelles und konsequentes Handeln. Schiffskredite bieten eine attraktive Anlageklasse gerade auch für institutionelle Investoren, sofern der Asset Manager über ein tiefes Branchen-Know-how und eine breite Vernetzung bei den Marktteilnehmern verfügt. Sehr gute Sicherheiten mit niedrigen Beleihungsausläufen sowie strenge Covenants limitieren das Downside.

Transformation vom Kreditinstitut zum Asset Manager

Diese Situation bietet Chancen für Akteure wie M.M. Warburg & CO, die Investoren einen exklusiven Zugang zu attraktiven Anlagemöglichkeiten bieten – gepaart mit einem funktionierenden Risikomanagement und damit einem hohen Sicherheitsniveau. Als Privatbank mit einer starken Verwurzelung in der Branche Schifffahrt ist man in der Lage, interessante Finanzierungsprojekte zu finden und sorgfältig auszuwählen. Ein bilanzielles Wachstum ist aufgrund aufsichtsrechtlicher Eigenkapitalanforderungen und der Gesellschafterstruktur von M.M. Warburg & CO als unabhängige Privatbank nicht unbegrenzt möglich.

Da die Nachfrage nach solchen Finanzierungen größer ist als es die aufsichtsrechtlichen Restriktionen zulassen, kommen an dieser Stelle Partner als Co-Investoren ins Spiel. Die Rolle der Bank transformiert sich so gewollt von der eines reinen Kreditinstitutes hin zu einem Asset Manager für Private Debt. Entscheidend: Die Bank behält stets einen Anteil des Darlehens von mindestens 10 bis 20 Prozent in den eigenen Büchern und sucht für den größeren Teil einen Co-Investor. Zu jeder Zeit ist volle Interessensgleichheit gewährleistet.

Die Beteiligungsstrukturen sind dabei individuell gestaltbar. Grundlegend kommen dabei in Frage:

- Stille Unterbeteiligung von Investoren auf Basis von Einzelkreditbasis
- Beteiligung an einem Teilportfolio über Schuldscheindarlehen
- Beteiligungen über Fondsstrukturen
- Konsortialstruktur bei Neukrediten

Die Rolle des Asset Managers

Der Asset Manager muss den Investoren ein umfassendes Dienstleistungspaket um das Investment anbieten:

■ Dealsourcing:

Das für das Dealsourcing nominierte Team sollte über eine langjährige Schifffahrtsexpertise verfügen.

■ Darlehensauswahl:

Die Darlehen müssen an Hand eines streng gefassten und vereinbarten Kriterienkataloges zunächst von der Fronting Bank vergeben und bei Erfüllung vorab vereinbarter Investmentkriterien zu vereinbarten Teilen an den Co-Investor rechtlich übertragen werden.

■ Kreditverträge:

Die Kreditverträge sollten von renommierten international tätigen Kanzleien erstellt werden.

■ Darlehensadministration:

Die Bank verwaltet die Darlehen, führt die Konten der Darlehensnehmer, fungiert als Sicherheitstreuhänder und berät den Drittinvestor auf Wunsch in Sachen Risikomanagement.

■ Reporting:

Es sollte quartalsweise berichtet werden - sofern notwendig auch ad hoc.

■ Risikoüberwachung und –management sollte unter anderem folgende Aspekte im Fokus haben:

- a. Schiffswerte, insbesondere regelmäßige Überprüfung von Loan-to-Values, auch im Zeitablauf, Berücksichtigung von Stahlwerten und der möglichen Verwertbarkeit der Assets.
- b. Cash Flows der finanzierten Schiffe, unter anderem durch zeitnahe Berichterstattung, Monitoring der entsprechenden Kontobewegungen, Benchmarking von operativen Kosten, Verpfändung von Ansparkonten beispielsweise für die regelmäßigen Dockungen oder auch den Kapitaldienst.
- c. Counterparts: intensive Due Diligence und KYC-Prozesse, Reputation im Markt, Monitoring von Fahrtgebieten (wegen möglicher Sanktionsverstöße), Eigenkapital-Commitment. Wesentlich kommt es dabei auf die Fähigkeit des Asset Managers an, auftretende Schwierigkeiten unmittelbar zu erkennen und mit aller Konsequenz anzugehen.

■ Vergütung:

Der Asset Manager erhält die einmalige Arrangierungsgebühr, die der Kreditnehmer bezahlt, sowie ein laufendes Kreditadministrationshonorar am Ende jeder Zinsbindungsperiode (Quartalsende). Der verbleibende Nettozins wird an den Investor ausgekehrt. Darüber hinaus werden für den Kreditnehmer weitere Dienstleistungen erbracht, unter anderem der Zahlungsverkehr für die betreffenden Schiffe.

Timing ist wichtig: Vergleich der Schiffsfinanzierungsstrukturen vor 2007 und 2020

Ein Vergleich der Schiffswerte vor 2007 und heute zeigt ein völlig anderes Einstiegsniveau der zugrundeliegenden Assetpreise und damit auch der Finanzierungsbasis. Um 2007 wurden etwa zehn Jahre alte Massengutschiffe mit Werten von ungefähr 70 Millionen US-Dollar häufig zu 80 Prozent Loan-to-Value (LTV) finanziert, so dass bereits bei geringen Marktschwankungen Kreditfinanzierungen notleidend wurden. Heute kosten vergleichbare Schiffe etwa zwölf bis 14 Millionen US-Dollar und es werden 40 bis 60 Prozent Eigenkapital durch gute Schiffseigner eingesetzt. Die Finanzierungsbedingungen gestalten sich somit investorenfreundlich: niedrige Beleihungshöhen von 40 bis 60 Prozent bei cashflow-adjustierten Tilgungsstrukturen und umfassenden Kreditschutzklauseln (Covenants).

Aktuelle Finanzierungs- und Investitionsstrukturen:

Kennzeichen aktueller Finanzierungsstrukturen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

■ Schiffstypen:

Finanzierung von fungiblen Handelsschiffen und damit liquiden Assets, im Wesentlichen Standardtonnage wie Massengutschiffe, Tanker und Containerschiffe. Gut gewartete Second-Hand Tonnage oder bereits abgelieferte Schiffsneubauten. Der einwandfreie technische Zustand wird durch unabhängige Gutachter bestätigt.

■ Kreditnehmer:

Projektgesellschaften in- oder ausländischen Rechts, auch kleinere Flottenfinanzierungen mehrerer Einschiffsgesellschaften.

■ Flagge:

so genannte „White Flags“ nach IACS (International Association of Classification Societies).

■ Initiatoren:

Reputable Reedereien oder Schiffsmanagementgesellschaften aus dem In- und Ausland mit nachgewiesenem Track Record, häufig Familien, die mit eigenem Vermögen die Projekte begleiten und bei Bedarf die Möglichkeit zur Stützung eines Projektes haben.

■ Rückzahlung:

Ratentilgung am Quartalsende aus den Chartereinnahmen, Berücksichtigung der technischen Restnutzungsdauer und des Stahlwertes des Schiffes; Ballonzahlungen sind möglich; maximales Schiffsalter bei Finanzierungsende in der Regel unter 20 Jahren.

■ Sicherheiten:

Unter anderem erstrangige Schiffshypotheken international anerkannter Jurisdiktionen, Abtretung der Rechte und Ansprüche aus Beschäftigungs- und Versicherungsverträgen sowie Kontoverpfändungen

■ Zins:

Variabel verzinsliche Ratentilgungsdarlehen, in der Regel Einstand mit Floor 0,0 Prozent (USD 3M LIBOR oder vergleichbarer Referenzzins) + Margen 3,00 bis 4,50 Prozent p. a.

■ Laufzeit:

zwei bis fünf Jahre

■ Kreditwährung und -volumen:

Schiffskredite werden währungskongruent zu den Einnahmen des Schiffes und daher meist in US-Dollar valutiert. Im Sinne einer guten Portfoliostreuung liegt die Zielgröße von Einzel- oder Flottentransaktionen bei 5 bis 25 Millionen US-Dollar (je Transaktion).

■ Beleihungshöhe:

40 bis 60 Prozent vom jeweiligen Marktwert bei Auszahlung, während der Laufzeit reduziert sich der maximale LTV durch Tilgungseffekte. In der Regel wird eine Auszahlung unterhalb des maximalen LTVs vereinbart, um bereits anfänglich einen Puffer für mögliche Marktwertschwankungen zu vereinbaren. Eine Überprüfung der Marktwerte findet mindestens halbjährlich statt.

Fazit

Schiffsfinanzierungen (Private Shipping Debt) können institutionellen Investoren eine attraktives Risiko-Rendite-Profil bieten. Im Gegensatz zu Public Debt (Bonds) ermöglichen sie eine Besicherung über marktgängige Assets sowie individuell vereinbarte Covenants. Im Problemfall kann dann individuell verhandelt, restrukturiert und quartalsweise getilgt werden. Auf der anderen Seite liegt die Liquidierbarkeit in den Assets, nicht so sehr in dem Anlageprodukt selbst. Der Zugang zu diesen Produkten, die Auswahl und das Management erfordern erfahrene Partner. Darüber hinaus ist die Kenntnis der regulatorischen Anforderungen der Investoren zur Umsetzung des Investments von großer Bedeutung. Das eigene Engagement des Partners in den jeweiligen Finanzierungen ist zudem ein weiterer wichtiger Aspekt und am Ende Vorteil für die Investoren.

Kontakt:

M.M.Warburg & CO
Ferdinandstraße 75
20095 Hamburg
www.mmwarburg.com



*Christian L. Speer, Direktor
Co-Head Shipping
Tel.: +49 40 32822451
E-Mail: cspeer@mmwarburg.com*

*Jens Dose, Direktor
Co-Head Shipping
Tel.: +49 40 32822469
E-Mail: jdose@mmwarburg.com*

Impressum

Jahrgang 20 – Ausgabe VI

Verantwortliche Redakteure:

**Frank Dornseifer
Christina Gaul**

Erscheinungsweise:
alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn
Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790

www.bvai.de

info@bvai.de

Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgespräches mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

Satz & Layout

SimpleThings GmbH
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn

www.simplethings.de

info@simplethings.de

Liquiditätsempässe und andere Geschäftsrisiken könnten eine Welle von Zahlungsausfällen und Umstrukturierungen in Gang setzen, die ihrerseits einen fruchtbaren Boden für opportunistische Anlagen in notleidende Kredite schafft.

Adam Gubner und Christopher Neumeyer, PIMCO

In den Monaten, seit die Covid-19-Pandemie die Weltwirtschaft aus der Bahn geworfen hat, fand an den Märkten für Unternehmensanleihen einer Unterteilung in „Besitzende“ und „Besitzlose“ statt. Infolge der wirtschaftlichen Shutdowns und der Liquiditätsempässe mussten Unternehmensanleihen auf breiter Front Kursverluste hinnehmen. Dagegen kam die anschließende Erholung in erster Linie Kreditnehmern zugute, die über eine hohe Marktkapitalisierung, ein pandemiebeständiges Geschäftsmodell und angemessene Sicherheiten verfügen, die sie im Gegenzug für Liquidität einsetzen können, um ihr Überleben zu sichern. Die Darlehen vieler kleinerer und privater Unternehmen wurden und werden auch weiterhin außer Acht gelassen. Sobald ihre kurzfristige Liquidität aufgebraucht ist, erwarten wir, dass sich diese Unternehmen angesichts der unsicheren wirtschaftlichen Erholung letztlich in einem Umfeld mit begrenztem Zugang zu Liquidität wiederfinden werden.

Für uns bot die Anfangsphase dieses unerwarteten Zyklus eine vielversprechende (wenn auch relativ kurzzeitige) Gelegenheit, in qualitativ hochwertige börsennotierte Anleihen mit verzerrten Bewertungen zu investieren. Nach unserer Einschätzung verlagern sich einige der attraktivsten risikobereinigten Anlagechancen nun auf den privaten Markt, wo die Lage für Kreditnehmer mit geringerer Marktkapitalisierung angespannt bleibt.

In unseren Augen stehen wir am Anfang einer schwierigen wirtschaftlichen Erholung, im Zuge derer Kreditnehmer akut in Liquiditätsnot geraten dürften und es bei einer Reihe von Unternehmen zu Schuldenumstrukturierungen kommen könnte, und das über einen längeren Zeitraum. Daraus könnten sich bedeutende Gelegenheiten für Anleger ergeben, die über die Gewandtheit und die Ressourcen verfügen, komplexe Situationen zu bewältigen.

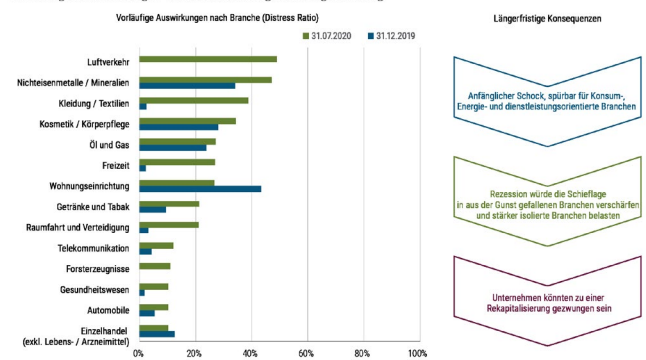
Ein erweitertes Chancenspektrum

Die besseren Chancen im Bereich notleidender Kredite spiegeln das enorme Wachstum von Kreditmarktsegmenten wider, die nun anfällig für Umstrukturierungen sind. Zu Beginn des Jahres 2020 hatte sich das Volumen der Leveraged-Finance-Märkte (Hochzinsanleihen, Bankdarlehen und Privatfinanzierungen) im Vergleich zu 2008 annähernd verdreifacht: Nach Angaben von BofA Securities und Credit Suisse bzw. UBS belief sich der Umfang öffentlich begebener

Schuldverschreibungen auf rund 2,5 Billionen US-Dollar, zuzüglich des jüngsten Wachstums privater Finanzierungsdeals auf nahezu eine Billion US-Dollar.

Da sich die Märkte in den letzten Jahren ausnahmslos positiv entwickelten, wurde der Großteil neuer Kredite mit schwachen Kreditklauseln und weitreichenden Bereinigungen des EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) vergeben und durch fremdfinanzierte Anlagevehikel, wie beispielsweise Collateralized Loan Obligations (CLOs), Private-Debt-Fonds und Business-Development-Gesellschaften (BDCs), absorbiert.

Abbildung 1: Nachwirkungen von Covid: Eine ungleichmäßige Erholung



Stand: 31. Juli 2020. Quelle: S&P/LD. Die Distress Ratio reflektiert den Anteil der Hochzinsemittenten, die mit Spreads von mehr als 1000 Basispunkten gehandelt werden. Es kann nicht garantiert werden, dass sich die oben genannten Trends fortsetzen. Aussagen zu Trends an den Finanzmärkten basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, die Schwankungen unterliegen. Die obigen Einschätzungen reflektieren die Ansichten von PIMCO und können sich jederzeit ändern. Es besteht keine Gewähr, dass PIMCOs Vorhersagen oder Prognosen zutreffen. Die anhaltenden langfristigen Konsequenzen von Covid-19 für die Kreditmärkte und die globale Wirtschaftstätigkeit bleiben ungewiss und hängen in hohem Maß von der Entwicklung von Therapien, staatlichen Maßnahmen und anderen wirtschaftlichen Faktoren ab. Die geäußerten Einschätzungen entsprechen dem Stand zum angegebenen Datum und geben eventuell nicht die jüngsten Marktentwicklungen wider. Abbildung 1 zeigt die Distress Ratio der einzelnen Branchen infolge der Covid-Pandemie, verglichen mit ihrem jeweiligen Wert per Ende 2019. Die Distress Ratio reflektiert den Anteil der Hochzinsemittenten, die mit Spreads von mehr als 1000 Basispunkten gehandelt werden. Wie die Abbildung zeigt, war der anfängliche Schock für Konsum-, Energie- und dienstleistungsorientierte Branchen spürbar, wie etwa Fluggesellschaften, Bekleidung und Kosmetik. Die Bereiche Gesundheit, Automobil und Einzelhandel wiesen per 31. Juli 2020 die niedrigsten Distress Ratios auf.

Abbildung 1 zeigt die Distress Ratio der einzelnen Branchen infolge der Covid-Pandemie, verglichen mit ihrem jeweiligen Wert per Ende 2019. Die Distress Ratio reflektiert den Anteil der Hochzinsemittenten, die mit Spreads von mehr als 1000 Basispunkten gehandelt werden. Wie die Abbildung zeigt, war der anfängliche Schock für Konsum-, Energie- und dienstleistungsorientierte Branchen spürbar, wie etwa Fluggesellschaften, Bekleidung und Kosmetik. Die Bereiche Gesundheit, Automobil und Einzelhandel wiesen per 31. Juli 2020 die niedrigsten Distress Ratios auf.

Inzwischen rechnen die Ratingagenturen mit einem markanten Anstieg der Ausfälle, sodass nicht nur diese mittelständischen Kreditnehmer, sondern auch die Inhaber ihrer Schuldtitel unter erheblichen Druck geraten könnten. Denn diese fremdfinanzierten Anlagevehikel sind nicht darauf ausgelegt, Unternehmen durch Umstrukturierungen zu führen, und können herabgestufte und in Zahlungsverzug geratene Papiere nicht halten. Unseres Erachtens ist dies ein fruchtbarer Boden für opportunistischere und fremdkapitalintensivere Anleger, die bereit sind, die Risiken in Kauf zu nehmen und sich auf Firmenpleiten, Umstrukturierungen und Kapitallösungen einzulassen.

Neben der schieren Größe des heutigen Markts ist noch ein weiterer Unterschied im Vergleich zum Jahr 2008 erkennbar, als Reaktionen seitens der Politik vielen Unternehmen Unterstützung boten, um ihre unmittelbaren Liquiditätsengpässe zu überwinden. Im Jahr 2020 haben die finanzpolitischen Hilfen einigen Sektoren zwar mehr Zeit verschafft; im Grunde kann die US-Regierung aber nur wenig zur Lösung des Problems beitragen, dass den Unternehmen das Geld ausgeht.

Während einige von ihnen auf die Hilfestellung ihrer Geldgeber bauen können, wird ein Großteil der Unternehmen kaum eine andere Wahl haben, als sich an Finanzierungspartner zu wenden. Daraus ergibt sich ein beachtlicher und wachsender Strom künftiger Anlagechancen – insbesondere im mittleren Marktsegment, das auf Kapitalzusagen im Bereich von 50 Millionen USD bis 200 Millionen USD angewiesen ist und im Fokus der Capital-Solutions-Bemühungen von PIMCO steht.

Umstrukturierung setzen umfassende Sachkenntnis voraus

Jedes dieser Unternehmen ist einzigartig, wenn es um die von ihm durchlebten Schocks, seinen Kapitalbedarf, seine Bilanz, seine Sicherheiten und seine Aussichten auf eine Erholung in einem höchst unsicheren Wirtschaftsumfeld geht. Die meisten trachten danach, mit einem versierten und angesehenen Liquiditätsgeber zusammenzuarbeiten, was PIMCO einen entscheidenden Vorteil bei der Auswahl und Abwicklung von Investitionen in jene Unternehmen verschafft, die wir für die solidesten Anwärter mit den größten Erfolgchancen halten (siehe Abbildung 1).

Wir präferieren Investitionen im obersten Bereich der Kapitalstruktur, wo wir am sichersten aufgehoben sind und Einfluss auf den Prozess nehmen können, während wir strenge Vertragsbedingungen mit dem Ziel aushandeln, unsere Rechte in sämtlichen Szenarien zu schützen. In diesem Zusammenhang geben wir Unternehmen den Vorzug, die durch Branchenkonsolidierung oder Kapitalanlagen in die Offensive gehen können. Die Anleihen von Großkonzernen waren unter anderem mit am stärksten betroffen – wodurch die Distress Ratio des Sektors bis zur Jahresmitte auf mehr als 70 Prozent geklettert ist, während sie zu Beginn des Jahres noch bei null gelegen hatte. Diese Unternehmen verfolgen das Ziel, sich über mehrjährige Zeiträume der Unsicherheit erfolgreich aufzustellen – und nicht nur eine kurze Phase mit knapper Liquidität zu überbrücken. Sie benötigen Kapitalpartner, die ungeachtet der unerwarteten Auf- und Abs der Erholung zu einer Zusammenarbeit in der Lage sind, auch wenn nicht immer alles nach Plan läuft.

Obschon der genaue Verlauf der Erholung für die einzelnen Branchen und Unternehmen unklar ist, setzen wir sämtliche Hebel in Bewegung, um in Unternehmen zu investieren, die gemäß unserer langfristigen Prognose fundamental gut aufgestellt sind, auch wenn ihre Geschäftstätigkeit durch die Corona-Pandemie massiv und unmittelbar beeinträchtigt wurde. Im Großen und Ganzen konzentrieren wir uns auf Unternehmen, die sich zwar in einer äußerst prekären Lage befinden, die Krise unseres Erachtens aber aller Wahrscheinlichkeit nach überstehen sollten – einschließlich ausgewählter Anleihen aus den Bereichen Reisen, Konsum, Wohnimmobilien und Gesundheitswesen. Des Weiteren gehen wir vor- und nachrangige Positionen in Unternehmen ein, die nach unserer Auffassung weniger stark durch die Pandemie beeinträchtigt werden und sich in der gegenwärtigen Situation gut behaupten können.

PIMCO hat einen wesentlichen Vorteil, wenn es darum geht, sich an finanziellen Umstrukturierungen und Kapitallösungen zu beteiligen – oder diese anzuleiten –, um günstige Ergebnisse für unsere Anleger zu erzielen. Mit 65 Analysten für Unternehmensanleihen, die die einzelnen Branchen vertikal über die gesamte Kapitalstruktur hinweg abdecken, verfügen wir über umfassende Kenntnisse zu einzelnen Marktsegmenten und Unternehmen, die wir durch fortlaufendes Research ergänzen. In den letzten zehn Jahren konnten wir bei einigen der umfangreichsten und namhaftesten Umstrukturierungen eine Führungsrolle übernehmen und attraktive risikobereinigter Anlagerenditen erwirtschaften. Wir sind bestens positioniert, um uns an dem wachsenden Strom von Umstrukturierungen, die sich derzeit am Markt abzeichnen, zu beteiligen und sie zu unserem Vorteil zu nutzen.

Kontakt:

PIMCO Europe GmbH
 Seidlstraße 24-24a
 80335 München
 Tel.: 089/26209 6000
 E-Mail: ALTS_GE@pimco.com

Autoren:



Adam Gubner



Christopher Neumeyer

Rechtliche Hinweise

Alle Investments enthalten Risiken und können an Wert verlieren. Anlagen am **Anleihenmarkt** unterliegen Risiken wie zum Beispiel Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Zinsänderungen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensitiver und volatiler als Papiere mit kürzerer Duration; die Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen, und das aktuelle Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko. Verringerungen der Kreditfähigkeit des Anleihenkontrahenten können zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anlagen in Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Wert liegen. Anlagen in **notleidende Unternehmen** (sowohl Anleihen als auch Aktien) sind spekulativ und können mit höheren Ausfall-, Emittenten- und Liquiditätsrisiken einhergehen, wobei die Rückzahlung der Ausfallverpflichtungen mit einer hohen Ungewissheit verbunden ist; derartige Unternehmen können sich in einer Restrukturierung oder einem Konkursverfahren befinden. **Private Credit** beinhaltet die Anlage in nicht öffentlich gehandelten Wertpapieren, die dem Illiquiditätsrisiko unterliegen können. Portfolios, die in private Kredite investieren, können Fremdkapital

aufnehmen und spekulative Anlagen tätigen, die das Risiko eines Verlusts der Anlage erhöhen. Das **Managementrisiko** bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Anlagentechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse bringen und sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Anlagentechniken auswirken, die PIMCO im Zusammenhang mit dem Management der Strategie zur Verfügung stehen.

Es wird keinerlei Gewähr dafür übernommen, dass die angegebenen Anlagestrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar und für alle Anleger angemessen sind. Anleger sollten daher ihre Möglichkeiten eines langfristigen Engagements insbesondere in Phasen rückläufiger Märkte überprüfen.

Diese Veröffentlichung beinhaltet Meinungs- und Überzeugungsäußerungen. Jegliche hierin geäußerten Einschätzungen stammen von PIMCO und entsprechen dem Stand zum angegebenen Datum, basieren auf Informationen, die PIMCO zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung standen, und können sich aufgrund von Markt- und anderen Gegebenheiten ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Aussage darüber getroffen und keine Gewähr übernommen, dass diese Einschätzungen richtig sind. PIMCO ist nicht verpflichtet, die hierin enthaltenen Informationen zu aktualisieren.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten; es wird jedoch keine Gewähr übernommen.

PIMCO erbringt Dienstleistungen für qualifizierte Institutionen, Finanzintermediäre und institutionelle Anleger. Privatanleger sollten sich an ihren eigenen Finanzberater wenden, um die für ihre finanzielle Lage am besten geeigneten Anlageoptionen zu ermitteln. Dies ist kein Angebot an Personen in Rechtsgebieten, in denen dies ungesetzlich oder unzulässig ist. | **PIMCO Europe Ltd** (Handelsregister-Nr. 2604517) und PIMCO Europe Ltd - Italien (Handelsregister-Nr. 07533910969) werden im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, London E20 1JN) zugelassen und beaufsichtigt. Die Zweigniederlassung Italien wird zusätzlich von der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) gemäß Artikel 27 des italienischen konsolidierten Finanzgesetzes beaufsichtigt. Die Dienstleistungen von PIMCO Europe Ltd sind nur für professionelle Kunden, wie im Handbuch der Financial Conduct Authority definiert, nicht aber für Privatanleger, die sich nicht auf die vorliegende Mitteilung stützen sollten, erhältlich. | **PIMCO Europe GmbH** (Handelsregister-Nr. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 München, Deutschland), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Handelsregister-Nr. 10005170963) und PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E) sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß § 32 des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) zugelassen. Die Zweigniederlassungen Italien und Spanien werden zusätzlich beaufsichtigt von der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) gemäß Artikel 27 des italienischen konsolidierten Finanzgesetzes bzw. von der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) gemäß den in den Artikeln 168 und 203

bis 224 und in Teil V Abschnitt I des spanischen Gesetzes über Wertpapiermärkte (LSM) sowie den in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 festgelegten Verpflichtungen. Die Dienstleistungen von PIMCO Europe GmbH stehen nur professionellen Kunden, wie in § 67, Absatz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) definiert, zur Verfügung. Sie stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen. | **PIMCO (Schweiz) GmbH** (registriert in der Schweiz, Handelsregister-Nr. CH-020.4.038.582-2), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz, Tel.: +41 44 512 49 10. Die von PIMCO (Schweiz) GmbH angebotenen Dienstleistungen und Produkte sind nicht für Privatanleger erhältlich. Diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern sich mit ihrem Finanzberater in Verbindung setzen. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Publikation in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. PIMCO ist in den Vereinigten Staaten von Amerika und weltweit eine Marke von Allianz Asset Management of America L.P. ©2020, PIMCO.

Andreas Traum, Partner, und Michael Mende, Manager, PwC

Die Akteure in Kapitalmärkten sind in einem sich ändernden Ökosystem einer Vielzahl an Herausforderungen ausgesetzt. In Zeiten von höheren Kosten durch stets zunehmende Regulierung sowie Anpassungsbedarf in post-Covid Betriebsmodellen, sollen technologische Neuerungen und die Digitalisierung Abläufe vereinfachen und effizienter machen. Technologie dient in den kommenden Jahren aber auch als Enabler für disruptive Produkte, Services und Geschäftsmodelle sowie als Katalysator für neue Akteure im Kapitalmarkt. Insbesondere Multi-Asset & Digitale Plattformen, SaaS & Utilities, Big Data und AI, sowie Cloud und Cyber gelten hier als aktuelle Trends.

Einer der innovativsten technologischen Trends der letzten Jahre ist der Einsatz von Distributed Ledger Technology (DLT). Durch die Nutzung von DLT ist es bereits heute möglich, Wertpapiere digital zu begeben als sogenannte Kryptowertpapiere (Crypto Assets). Crypto Asset meint hierbei eine digitale Abbildung eines Wertes oder Rechts, welches elektronisch auf einem Distributed Ledger verwahrt und transferiert werden kann¹. Derzeit gibt es über 5.200 Crypto Assets weltweit und die Anzahl an innovativen Crypto Assets steigt rapide an. Dabei decken diese bereits jetzt eine breite Anzahl an Anwendungsfällen, beispielsweise im Bereich Fundraising, Unternehmensfinanzierung (ICO), Immobilien und Übertragung von Rechten und Eigentum (STO), sowie den Handel dieser ab.

Als Antwort auf die technologischen Entwicklungen im Bereich Crypto Assets in den vergangenen Jahren und als Reaktion auf Vorstöße in asiatischen Ländern, reagieren die Aufsichtsbehörden in Deutschland und Europa im Jahr 2020 mit einer Reihe an Anpassungen bestehender Regularien, sowie der Entwicklung neuer Regularien für den Markt von Crypto Assets. Ziel ist es, die bereits bestehenden Regularien zu harmonisieren, Schutz der Marktteilnehmer zu generieren und den Markt für Crypto Assets für weitere Marktteilnehmer sowie institutionelle und private Anleger zu öffnen.

Regulatorische Entwicklungen im Bereich Crypto Assets

Seit dem 01.01.2020 sind Kryptowährungen im KWG (Kreditwesengesetz) §1 Abs. 10² als Finanzinstrument definiert und verlassen damit den regulatorischen Graubereich. Das KWG sieht eine Erlaubnispflicht für die Verwahrung von Kryptowerten und deren privaten Schlüsseln vor. Die von der BaFin ausgestellte Verwahrlizenz³ setzt einen klaren Rahmen für das operative Geschäft von Unternehmen, die in diesem Bereich tätig werden möchten und bereits tätig sind. Ab dem 30.11.2020 müssen alle Unternehmen, welche Cryptocurrencies und Crypto Assets verwahren, eine gültige BaFin Verwahr-

lizenz vorhalten. Diese umfasst neben den Anforderungen an die Verwahrung auch Anforderungen an KYC (Know your Customer) und das GwG (Geldwäschegesetz). Dabei ist es wichtig anzumerken, dass dies keine Lizenz ist, die automatisch jegliches Geschäft mit Cryptocurrencies und anderer Crypto Assets ermöglicht. Je nach Geschäftsmodell sind gegebenenfalls weitere Lizenzen und Erlaubnisanträge notwendig.

In Deutschland wird die Ausweitung des KWGs seit Juli diesen Jahres durch den Referentenentwurf des Bundesfinanzministeriums zum elektronischen Wertpapier (eWPG) ergänzt. Das "eWpG – Gesetz zur Einführung digitaler Wertpapiere"⁴ erlaubt die Ausgabe von elektronischen Inhaberschuldverschreibungen basierend auf der Distributed Ledger Technologie und gilt als potenzieller Türöffner für die Ausgabe von tokenisierten Wertpapieren wie Aktien und Fondsanteilen. Der Entwurf stellt derzeit zwei Varianten für elektronische Wertpapiere und Kryptowertpapiere dar:

1. Ein zentrales elektronisches Register für die papierlose Verwahrung im bereits existierenden Prozess eines durch den CSD geführten Registers
2. Ein dezentrales Register (Kryptowertpapierregister) basierend auf DLT/Blockchain für Kryptowertpapiere beim Emittenten

Der Entwurf des Bundesministeriums für Finanzen wurde von Marktteilnehmern sehr begrüßt, wenn auch zugleich in zahlreichen Stellungnahmen noch auf Nachbesserungsbedarf, beispielsweise hinsichtlich der zukünftigen Rolle des Zentralverwahrers (CSD), hingewiesen wurde. Mit einer Einführung des eWpG wird in naher Zukunft gerechnet.

Im September 2020 hat die EU Kommission ihren Entwurf zu MiCAR - "Markets in Crypto Assets Regime"⁵ veröffentlicht, welches die einheitliche Regulierung von Crypto Assets in der EU voranbringen soll. Es nimmt eine Abgrenzung vor zwischen Crypto Assets, welche nach der aktuellen Einschätzung unter die bestehende MiFID2 fallen werden, wie zum Beispiel Security Token, E-shares (Aktien) und E-fundshares (Fondsanteile) und solche, die zukünftig unter MiCAR fallen werden. Bei MiCAR stehen Stable Coins, Asset Referenced token und E-money token, sowie deren Emittenten und Service Provider wie Crypto Exchanges (Börsen) im Fokus. MiCAR ist eine Initiative der EU, die bereits im europäischen Raum bestehenden Regulierungen aus beispielsweise Liechtenstein, Luxemburg, Deutschland zu harmonisieren und eine einheitliche Regulierung für den Markt von Crypto Assets zu etablieren. MiCAR beinhaltet zudem ein "passporting right", welches es Firmen in der EU erlaubt,

ihre bereits lizenzierten Services in allen EU lizenzierten Mitgliedstaaten anzubieten. Mit der Einführung von MiCAR wird Ende 2022 gerechnet. Die EU veröffentlichte MiCAR taggleich mit dem DLT Pilot Regime⁶, einem Entwurf zur Regulierung und Erlaubnis der Nutzung von Distributed Ledger Technologie im europäischen Raum. Das auf 5 Jahre angesetzte Regime ermöglicht regulatorische Ausnahmen, um Pilotprojekte für die Nutzung von Distributed Ledger Technologie zu fördern (Sandboxing). Diese Entwicklung ist als großer Vorteil für Marktteilnehmer zu bewerten, um weitere innovative Geschäftsmodelle und Assetklassen zu entwickeln, bereits bestehende Vorhaben zu etablieren und Erfahrungswerte seitens der Aufsichtsbehörden mit dem Umgang dieser Technologien zu sammeln.

Darüber hinaus hat die Europäische Zentralbank im Oktober 2020 ihren "Report on a digital Euro"⁷ veröffentlicht mit dem Ziel, in den kommenden Jahren eine digitale Währung zu etablieren, die 1:1 an die Fiatwährung Euro gebunden ist. In ihrem Report beschreibt die EZB ihre aktuellen Überlegungen zum Konzept für den digitalen Euro, beginnend mit der Auswahl der Technologie, Möglichkeiten zur Nutzung und dem Zugang zum digitalen Euro für institutionelle und private Nutzer. Ein digitaler Euro würde als Kernbestandteil einer vollständig digitalen Kapitalmarkt-Infrastruktur fungieren und operative Prozesse deutlich beschleunigen und vereinfachen. Insbesondere in den Bereichen Online Payments und beim Erwerb von Kryptowerten (Crypto Assets) würde ein digitaler Euro zu zeitlichen Einsparungen führen, da der Transfer beziehungsweise der Tausch von Fiatwährungen entfällt, die Transaktionen aber ebenfalls als sicher gelten.

Auswirkungen auf die bestehende Kapitalmarkt-Infrastruktur

Die Entwicklungen der Distributed Ledger Technologie und die regulatorischen Entwicklungen im Bereich Crypto Assets haben starken Einfluss auf die gesamte Wertschöpfungskette im Kapitalmarkt. Betrachtet man die Historie sowie die aktuellen Entwicklungen im Jahr 2020, so liegt der Fokus bisher auf der Emission (Primary Market) und der Verwahrbarkeit (Custody) von Crypto Assets. Die regulatorischen Entwicklungen unterstützen zudem den Eintritt von zusätzlichen und größeren Akteuren im Primärmarkt, was zu einer Zunahme von Liquidität im Primärmarkt führt. Basierend hierauf ist eine stärkere Aktivität im Sekundärmarkt in absehbarer Zeit zu erwarten.

Nachbesserungsbedarf erkannt und Konsultationsphase begonnen
Nachbesserungsbedarf ist auf Grundlage der Reaktionen zahlreicher Marktteilnehmer bei allen genannten Entwürfen gegeben, insbesondere mit Hinblick auf eine einheitliche Taxonomy von Crypto Assets, welche nach wie vor Raum für Innovation lässt.

Somit fallen laut MiCAR Security Token, E-shares, E-fundshares unter die MiFID2 und sollen nach der Vorgabe „Same activity, same risk, same rules“ basierend auf ihrem "intrinsic Wert und Motivation" des Assets entsprechend regulatorisch behandelt werden. In Deutschland gilt für diese Art von Crypto Assets die Klassifizierung als Kryptowertpapier nach dem Entwurf des eWPGs. Service Provider wie beispielsweise Crypto Exchanges (Börsen) benötigen zudem eine BaFin Verwahrlizenz. Darüber hinaus müssen Kryptowertpapiere zukünftig im Kryptowertpapierregister des Emittenten (gilt bspw. für Security Token) auf Grundlage des eWpG geführt werden.

Für andere Crypto Assets, wie Utility Token, Asset referenced token und E-money token (Stablecoins, Cryptocurrencies) soll zukünftig die Regulierung nach MiCAR gelten. Diese findet zudem Anwendung für Marktteilnehmer wie Crypto Asset Service Provider, Emittenten von Asset-referenced token und Emittenten von E-money token. Für E-money token geht MiCAR einher mit der 'E-Money Directive (EMD)' und 'Payment Service Directive' (PSD). Darüber hinaus gilt auch hier die Notwendigkeit einer BaFin Verwahrlizenz und die Regulierung unter KWG für Unternehmen in Deutschland.

Ein von der EZB ausgegebener digitaler Euro (CBDC) wäre auf Aussage der EZB selbst weder ein Crypto Asset noch ein Stablecoin. Der digitale Euro gilt als digitales Zentralbankgeld, welches 1:1 an die Fiatwährung Euro gebunden ist und beispielsweise für online Zahlungen dienen soll. Die EZB hat eine Konsultationsphase im Oktober 2020 gestartet, welche bis zum 12.01.2021 dauern wird. Hier können Privatpersonen in Europa, sowie lokale Behörden und nationale Marktteilnehmer ihre Meinung zum Report abgeben, bevor die EZB 2021 in die nächste Phase startet. EZB Präsidentin Christine Lagarde rechnet in den nächsten zwei bis vier Jahren mit der Einführung eines digitalen Euros.

Fazit und Handlungsbedarf

Mit den weitreichenden regulatorischen Entwicklungen im Bereich Crypto Assets übernimmt Deutschland in Europa eine Vorreiterrolle und positioniert sich deutlich für die Annahme von neuen Technologien als Treiber für Digitalisierung im Kapitalmarkt. Der Fokus der derzeit existierenden Regulatorik richtet sich auf die Emittenten sowie auf die Verwahrbarkeit von Crypto Assets. Der derzeit noch kaum existierende Sekundärmarkt kann mit der noch fehlenden Regulatorik sowie fehlender Liquidität begründet werden. Um diese zu erzielen, benötigt es neben der Möglichkeit für Banken und Asset Manager, Crypto Assets zu verwahren und diese ihren Kunden als Anlageklasse anbieten zu können, insbesondere die Akzeptanz durch vertrauensvolle Marktteilnehmer. Die Verwahrbarkeit einer neuen Anlageklasse wie beispielsweise Bitcoin könnte als Pilotpro-

jekt dienen und den Weg ebnen für weitere Crypto Assets und somit neue Assetklassen. Eine digitale Zentralbank Währung (CBDC) in Form eines digitalen Euros würde dann benötigt werden, um eine komplett digitale Abwicklung von Crypto Assets zu ermöglichen.

Die Geschwindigkeit der Entwicklungen im Bereich Crypto Assets nimmt derzeit deutlich zu. Crypto Assets werden zunehmend seriöser wahrgenommen und bieten die Möglichkeit zur Etablierung einer neuen Assetklasse, was durch die vermeintlich hinderliche Regulatorik deutlich unterstützt wird. Etablierte Marktteilnehmer wie Banken und Asset Manager können sich zudem durch die neuen regulatorischen Entwicklungen besser auf den neuen Markt einstellen. Es ist zu erwarten, dass sich die weiterhin starke Entwicklung und Veränderung im Ökosystem der Kapitalmärkte und die Zunahme von bedeutenden Marktteilnehmern in 2021 fortsetzen wird, ehe es zu Konsolidierungen kommen wird. Die Herausforderung für alle bereits etablierten Marktteilnehmer besteht darin, zeitnah zu handeln und sich ihre Stellung in diesem neuen Ökosystem zu sichern.

Links und Verweise

- ¹ Proposal for a Regulation of Markets in Crypto-Assets; European Commission; 2020
- ² KWG §1 Abs. 10 § 1 [KWG - Einzelnorm](#).
- ³ BaFin Verwahrlizenzen: [Merkblätter - Merkblatt Kryptoverwahrgeschäft](#).
- ⁴ "Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren" [Referentenentwurf](#).
- ⁵ MiCAR Markets in Crypto Assets Regime [MiCAR](#)
- ⁶ DLT Pilot Regime [DLT Pilot Regime](#)
- ⁷ EZB Report on a digital Euro [Report on a digital euro](#)

Kontakt:

PwC Capital Markets Advisory



*Andreas Traum
Partner
Kapelle-Ufer 4
10117 Berlin
Tel.: +49 160 9487 3173
E-Mail: andreas.traum@pwc.com*



*Michael Mende
Manager
Konrad-Adenauer-Ufer 11
50668 Köln
Tel.: +49 160 9988 6595
E-Mail: michael.mende@pwc.com*

Oliver Freigang, CEO & Co-Founder, und Gregor Kreuzer, Chief Product Officer, qashqade AG

Wer hat dies nicht schon hundert Mal gehört, immer dann, wenn man es nicht hören will. Und wer hat dies nicht schon hundert Mal gesagt, immer dann, wenn es das Einfachste war, um aus einer mühseligen Situation herauszukommen.

Unmögliches ist aber in den allermeisten Fällen möglich. Oft muss man nur den Willen haben, etwas genauer hinzuschauen oder ein bisschen länger nachdenken und ein Quantum mehr wollen. Nicht immer den einfachen Weg zu gehen, sondern auch Dinge in Frage zu stellen gehört zu unseren Pflichten und Aufgaben, gerade als Unternehmer. Wenn wir das nicht machen, dann hätten wir nicht so viel verändern können.

Bevor Neil Armstrong 1969 auf dem Mond gelandet ist, gab es mit Sicherheit viele Menschen, die niemals daran glauben konnten, dass ein Mensch irgendwann ins Weltall fliegen könnte und heute gehört es zur Normalität. Oder um ein aktuelleres Thema zu nehmen das 'autonome Fahren'. Das Thema des 'autonomen Fahrens' wurde bereits in den 1980er-Jahren von amerikanischen Militärs getestet, aber erst seit im Sommer 2013 eine Mercedes S-Klasse im Beisein von Journalisten die historische Bertha-Benz-Strecke von Mannheim nach Pforzheim autonom mit Ausnahme zweier menschlicher Eingriffe gefahren ist, reden wir von 'es ist möglich'.

Nun zurück zu unserer Industrie. Auf den ersten Blick scheint die Private-Markets-Industrie eine «Es ist möglich»-Industrie zu sein. Beim zweiten Blick stellt sich aber heraus, dass die Akteure das Unmögliche oft antreffen und es den Anschein hat, dass die meisten davor kapitulieren. Diskutieren wir ein paar dieser Unmöglichkeiten.

1 Für einen Investor

1.1 Auswirkungen der Vertragsbedingungen zu überprüfen

Wer hat nicht bereits ein LPA (Limited Partnership Agreement) angeschaut und sich gedacht, es ist vergebliche Liebesmühe, dieses zu lesen? Neben der inhärenten Komplexität einer langen Partnerschaft mit asynchroner Informationsverfügbarkeit wird im Allgemeinen auch noch schwer zu lesende «Vertragsprache» verwendet, verfasst von Anwälten oder Anwaltskanzleien mit dem Ziel, jedes mögliche Risiko im besten Fall für beide Seiten auszuschließen. Daher kommen diese LPAs nicht selten auf einem Umfang von 120 Seiten, welche man alle tunlichst lesen sollte, wenn man das Vertragswerk und die zugrundeliegenden Konditionen verstehen will. Was man idealerweise tun sollte, bevor der Vertrag unterzeichnet wird.

Das Problem, wie bei vielen Dingen: Es kostet Zeit und Ressourcen. Beides ist oft nicht genügend zur Verfügung, gerade bei Investoren (LP) und Fund Managers (GP), wo das Back Office notorisch unterbesetzt ist. Die schlechte Nachricht ist, dass das Lesen von LPAs nicht umgangen werden kann, die gute Nachricht, dass es durchaus Bestrebungen gibt, den LPA an sich und den Standard zu vereinfachen.

Der Teil des LPA, welcher sich mit den Ausschüttungen beschäftigt, sollte man nicht nur verstanden haben, sondern auch numerisch überprüfen, damit man weiß, auf was man sich einlässt. Insbesondere die Frage, wieviel vom Profit dann tatsächlich beim Investor landet und welche Vertragsbedingungen sich wie auswirken, sind entscheidend bei den Verhandlungen mit einem Fund Manager.

Doch das bedeutet, dass sich nun jemand hinsetzen und ein Spreadsheet Modell erstellen muss. In allen Variationen, welche getestet werden müssen, um die Resultate oder Erwartungen mit den Fund Manager zu diskutieren. Und ja, es ist im Verhältnis zur Investitionssumme und erwarteter Rendite leider unmöglich, dies mit den vorhandenen Ressourcen jedes Mal durchzuführen.

Also: ignorieren und den Anwälten und Fund Manager einfach vertrauen? Eher nicht, da beide Seiten bewusst diese vertragliche Beziehung eingehen sollten, damit man mögliche Unstimmigkeiten von vornerein ausschließen kann. Also was tun, wenn man die Zeit oder Ressourcen nicht hat, um die Konditionen mathematisch zu überprüfen?

Man kann auf den Zug der Digitalisierung aufspringen und lässt sich einen Großteil der Arbeit abnehmen und macht es dadurch möglich. Heutige Applikationen, welche sich auf solche Kalkulationen spezialisiert haben, unterstützen bei der Erstellung der Modelle in den meisten Fällen innerhalb von Minuten. Auch verschiedenen Szenarien der unterschiedlichen Variationen der Bedingungen können einfach modelliert und simuliert werden. Das allein schon, damit man mögliche Unterschiede bei bestimmten Konditionen wie zum Beispiel einer fixen versus einer dynamischen Hurdle Rate anhand von Zahlen nachprüfen kann, wie sie sich auswirken. Denn dann kann man einfach abschätzen, ob die erwartete Rendite im Vergleich zu den erwarteten Kosten dem entspricht, was man sich vorstellt oder ob es eine andere Methode gibt, welche passender ist. Jedes Mal. Schnell, transparent, einfach und sicher. Alles andere als unmöglich. Einfach clever und der heutigen Zeit und Technologie entsprechend.

Natürlich kann man sich auch dem Fortschritt entziehen und alles das in den gewohnten Spreadsheets nachrechnen. Ein Programm wie Excel hat man meistens auf seinem Computer installiert und einen Mitarbeiter mit sehr guten Softwarekenntnissen in diesen Programmen gibts auch irgendwo im Team. Also lässt man es intern über ein Spreadsheet Programm rechnen. Man nimmt so einfach Fehler in Kauf, Fehler, welche sich je nach Größe des Funds schnell in Differenzen mit großen Beträgen niederschlagen können. Das Risiko eines Fehlers ist dabei um ein Vielfaches grösser, als bei einer automatisierten Lösung, ganz zu schweigen von der Zeit, die dieser Mitarbeiter investieren muss, um alle Varianten zu rechnen. Übrigens brauchen auch die Wirtschaftsprüfer deutlich mehr Zeit ein Spreadsheet zu überprüfen als eine vergleichbare digitale Lösung. Von Transparenz reden wir erst gar nicht. Am Ende wird sich herausstellen, dass die Kosten und das Risiko einer internen Spreadsheet-basierten Lösung gegenüber einer im Markt verfügbaren digitalen Applikation um einiges höher sind. Wie gesagt, unmögliches möglich machen!

1.2 Rapportierte Metriken und Zahlen zu Reproduzieren

Man hat sich also für ein Commitment bei einem Fund Manager entschieden. Weil die Erwartungen übereingestimmt haben, die Vertragsbedingungen dem entsprechend was man will und braucht, und jetzt kommt der erste Quartalsreport und und oder eine Distribution Notice.

Die wahrscheinlichste Frage und ein mögliches Problem: stimmen diese Werte mit den Erwartungen überein? Sind die abgezogenen Gebühren im Rahmen dessen, was bei der Vertragsunterschrift abgemacht war, explizit und implizit?

Die Transparenz in der Industrie nimmt konstant zu. Aber die Informationsasynchronität ist und wird Realität bleiben. Ein Beispiel davon ist die Management-Gebühr in einer Verlängerung: Die Hälfte der LPA klärt diesen Punkt gar nicht erst ab. Wie findet man denn nun heraus, welche Gebühren und Kosten abgezogen wurden und zu Lasten der eigenen Rendite gehen? Woher wissen wir, dass unser implizites Verständnis dem entspricht, was der GP implementiert hat?

Die Lösung für viele Investoren ist das Vertrauen auf andere Investoren, welche mehr Ressourcen zur Verfügung haben oder mehr Kapital investiert haben und mit Sicherheit elaborierte Spreadsheet-Modelle erstellen. Diese werden sich dann wohl melden und wehren, falls irgendetwas falsch läuft. Das ganze erinnert stark an eine indirekte Annahme oder ein logisches Nutzwertargument: da es ja viele weitere Investoren gibt, die aus dem gleichen Bereich wie wir kommen und deutlich grösser und stärker investiert sind, werden diese ihren Pflichten mit Sicherheit nachkommen und die Kalkulationen überprüfen und nachrechnen. Nun dieser Ansatz ist aus drei Gründen keine gute Idee. Erstens kann es sein, dass die anderen Investoren andere Vertragsbedingungen haben. Zweitens ist es nicht sicher, dass jeder Investor den gleichen Gedanken hat. Und drittens passiert es häufig, dass die anderen Investoren genauso denken und sich auf die anderen 'größeren' Investoren verlassen, was dann dazu führt, das keiner nachrechnet. Und wenn keiner nachrechnet, gibt es bekanntlich keine Fehler.

Also: Auf das Beste hoffen und auf das Gute Vertrauen?

Oder man lässt sich helfen. Das Thema, oft unter dem Begriff «Fee Validation» anzutreffen, gewinnt beständig an Bedeutung. Es gibt inzwischen mehrere Möglichkeiten, die erhaltenen Zahlen den Erwartungen gegenüber zu stellen und herauszufinden, was der Grund für mögliche Diskrepanzen sind. Man kann dies tun, indem man mit Spreadsheet Gurus arbeitet, welche dies schon zig-mal modelliert haben und damit sicher schneller und besser sind als in-House-Versuche, wobei man dann auch noch gleich von bereits gemachten Erfahrungen profitiert. Man kann sich aber auch ins 21. Jahrhundert katapultieren und dies selbst oder als 'Managed Services' auf dafür speziell entwickelten Applikationen machen. In jedem Quartal, bei jeder Distribution innerhalb weniger Minuten zu wissen, dass sich der Fund Manager innerhalb der eigenen Erwartungen bewegt, ist nicht nur beruhigend, sondern auch profitabel und ganz sicher nicht unmöglich.

2 Für einen Fund Manager

2.1 Den Transparenzanforderungen gerecht zu werden

Mindestens, falls die Kosten auf einem überschaubaren Level bleiben sollen. Jeder Investor will zu irgendwelchen Unzeiten seine Zahlen sehen – welcher CFO oder sein Team mussten nicht schon eine Nacht durcharbeiten, damit die Reports zeitgerecht und akkurat verschickt werden konnten? Diese großen Spreadsheets mit den unzähligen Tabs, die der Vorgänger erstellt hatte und man nie ganz sicher ist – mindestens nicht bis man alles zweimal überprüft hat –, dass alles richtig an die Situation angepasst, eingegeben und dann gerechnet wurde. Falls der CFO noch andere Dinge zu tun hat – und das haben CFOs üblicherweise – braucht man allenfalls gar jemanden, der nichts anderes tut als sich um die unzähligen Spreadsheets zu kümmern. Für die Berechnung des NAV, Carry, der Carry Allokationen, verschiedene Szenarien, Daten über Daten, Versionierungen für die Lebensspanne des Funds etc., etc. Und dann will das Management-Team auch noch ständig irgendwelche Analysen zum Cashflow oder gerade in unsicheren Zeiten, wie heute, zur Liquidität.

Also: Weitermachen wie bisher auf (vermutlich) Kosten der Transparenz?

Oder man schmeißt die Spreadsheets in die Tonne und fängt an, die Vorteile systematischer Applikationen zu nutzen. Alle diese Berechnungen können heute systematisch ausgeführt werden, integriert in andere Systeme. Und erlauben damit weitreichende Verbesserungen in der Risikoanalyse, dem Szenarien-Verständnis, der Cash-Flow-Analyse und dem Erreichen von Zielen. Einfach, transparent, sicher. Der CFO hat mehr Zeit, sich um andere Dinge des täglichen Jobs und sich auch stärker um andere strategische Themen zu kümmern. Warum nicht die neueste Technologie dazu benutzen, auch das Berufsleben zu vereinfachen?

2.2 Mehr Komplexität in den LPAs zu erlauben

Nicht auszudenken, dass nun plötzlich jeder Investor seine eigenen Terms betreffend der Ausschüttungen will. Investitionsspezifische Handhabung? Das wird das Modell auch nicht vereinfachen und wieder einmal des CFOs Nacht verlängern.

Zum jetzigen Zeitpunkt ist der Markt eher freundlich für den Fund Manager. Er hat viel Cash, welcher irgendwohin investiert werden muss. Erstens kann sich das ändern und zweitens ist es allenfalls schon heute von Vorteil, dass man flexibler ist und jeden Investor differenziert betrachtet. Mehrere Probleme machen das unmöglich. Erstens steigen damit die operativen Kosten, weil dies ja gerechnet und rapportiert werden muss. Das macht die Modelle komplexer und erschwert damit die Arbeit. Zweitens muss der Verkäufer die Auswirkung einer angepassten Vertragsbedingung verstehen, um ihr zustimmen zu können. Also braucht es wieder die Unterstützung des Finance-Teams oder des Back-Offices, wo diese Vertragsanpassungen in einem Modell abgebildet werden, um dann zu sehen, was die Auswirkung sind und ob man diesen Änderungen zustimmen kann. Und dadurch, dass, wie bereits erwähnt, Back-Office-Funktionen inklusive des Finance Teams notorisch unterbesetzt sind, arbeiten diese Rund-um-die-Uhr, was die Gefahr eines Fehlers erhöht.

Also: Keine Flexibilität?

Oder man differenziert sich durch den Einsatz von moderner Software. Diese erlaubt es dem Deal-Team mit ein paar Klicks abzuschätzen, ob die vorgeschlagene Vertragsänderung im Best- und Worst-Case-Szenario funktioniert. Und sie erlaubt dem CFO ohne zusätzliche Kosten alle Variationen abzubilden. Jedem LP seine eigenen Terms? Natürlich. Einfach, transparent, sicher.

Eine weitere Möglichkeit wäre es natürlich, alle diese Kalkulationen an eine Drittpartei auszusourcen. Oft werden hierfür gerade bei den Carry Kalkulationen die Fund Administratoren benutzt. Diese führen bereits einen Großteil des Fund Accounting durch, vielleicht auch das ganze Investor-Reporting, und haben alle relevanten Transaktionen. Allerdings sollte man hierbei beachten, dass das Gleiche, was für den CFO und Fund Manager in Bezug auf Transparenz und Verständnis bei den Berechnungen gilt, auch für den Fund Administrator gilt. Zurzeit benutzen die meisten Fund Administratoren Spreadsheets, um diese Berechnungen durchzuführen. Und es stellt sich die Frage, ob die Fund Administratoren das LPA und die möglichen Sonderbedingungen genauso gut kennen, wie das interne Team. Im schlimmsten Fall verlagert sich das Risiko nur, ohne es zu reduzieren.

3 Fazit

Es lohnt sich immer ein Blick über den Tellerrand zu werfen. Wie die meisten Vertreter in unserer Industrie wissen, ändern sich Trends und Umstände ständig und entwickeln sich Technologien ständig weiter.

Vieles was vor Kurzem noch als unmöglich erschien oder vielleicht sogar war, ist oft bereits möglich und sogar kinderleicht. Unsere Softwarelösung qashqade ist ein Paradebeispiel hierfür. Nicht nur lassen sich Kosten reduzieren, sondern es gibt die Möglichkeit, sich mit angewandter Technologie zu differenzieren und dabei die Kontrolle über die Berechnungen und Analysen zu behalten.

Gerade in unserer Industrie sind die Teilnehmer bereit, in die neuesten Trends und Technologien große Summen als Teil eines Deals zu investieren. Dabei wird sehr oft auf die Zukunft gewettet, was man an den zum Teil sehr hohen Bewertungen sehen kann. Aber wenn es um die eigenen Berechnungen und Analysen geht, dann verlässt man sich auf das Altbekannte und ist gerade im deutschsprachigen Raum nicht bereit, Neues zu versuchen. Gründe hierfür werden immer wieder genannt: falscher Zeitpunkt, 'Black Box' der Kalkulationen, zu früh im Fund-Lebenszyklus, nicht notwendig da Kalkulationen einfach sind. Darauf können wir nur antworten: Eigene Spreadsheet-Lösungen sind auch eine 'Black-Box', Fehler werden auch bei einfachen Kalkulationen immer wieder gemacht, der Zeitpunkt ist niemals richtig, aber gar nichts machen mit Sicherheit nicht zukunfts- und wachstumsorientiert.

Da wir diesen Beitrag, 'Es ist Unmöglich' titulierte haben möchte ich mit den Worten von Hermann Hesse schließen, 'Man muss das Unmögliche versuchen, um das Mögliche zu erreichen.'

Kontakt:

qashqade AG
www.qashqade.com



Oliver Freigang
 CEO & Co-Founder
 Tel.: +41 79 550 6111
 Email: oliver.freigang@qashqade.com

i: e.g. ILPA hat diesbezüglich erste Schritte in Angriff genommen und einen Standard LPA publiziert.

ii: Source: PF CFO Fees & Expenses Survey 2020

Dr. Stefan Nann, Geschäftsführer, Stockpulse GmbH

Die Begriffe Künstliche Intelligenz (KI) und Machine Learning (ML) haben sich, seit ihrem Aufkommen in der Mitte des letzten Jahrhunderts, mit der Zunahme leistungsfähiger Prozessoren und Computer immer weiter entwickelt und finden heute eine Vielzahl von Anwendungen in der modernen Vermögensverwaltung. Wir nutzen sie zum Beispiel im Front Office als Chatbots zur Kundenkommunikation, in der Middle Office zur Risikokontrolle und im Back Office in der Digitalisierung von Geschäftsvorgängen. Alleine im internationalen Bankensektor rechnet man bis Ende 2023 mit Kapitalsynergien durch KI in Höhe von 447 Milliarden Dollar.

In der Vermögensverwaltung konzentriert sich heute Künstliche Intelligenz hauptsächlich auf drei Bereiche.

- Vereinfachte und verbesserte Kundenerfahrung in der modernen Kapitalanlage durch effiziente Marktzugänge und niedrige Kosten in Verbindung mit digitaler Beratung und digitalem Risikomanagement unter Berücksichtigung von Alter, Risikobereitschaft und Kundensegment durch digitale Verbindungsfilter.
- Operative Effektivität in der Abwicklung von digitalen Investments unter Berücksichtigung von sehr großen Datenmengen und selbstlernender Maschinenintelligenz, mit dem Ziel die KI ständig zu verbessern und somit den gesamten Investmentprozess transparenter darzustellen. ML ist ein wichtiger Teil um die KI von systemischen Fehlern zu befreien und fehlende oder veraltete Daten auf den neuesten Stand zu führen.
- Der eigentliche Investmentprozess unter Berücksichtigung von großen Datenmengen, Analysen und Nachforschungen bei privaten und börsennotierten Unternehmen von Bilanzzahlen und Absatz- und Gewinnerwartungen basierend auf mathematischen Modellen.

Die wissenschaftliche Auswertung dieser Kennzahlen lässt bei aller Wichtigkeit in der Anlageentscheidung und Form jedoch einen Aspekt außer Acht:

Die Emotionen der Marktteilnehmer.

Stockpulse nutzt die selbstlernende KI für die Finanzindustrie im Bereich Social Media seit 2011.

Anfangs von der Finanzindustrie belächelt und nahezu unbekannt, entwickelte sich mit steigender Nutzerzahl, Foren und Plattformen mit Bedeutung für den Finanzmarkt. 2020 wurde die Marke von drei Milliarden täglicher Nutzer überschritten und wird sich nach vorläufigen Schätzungen bis 2025 erneut verdoppeln.

Die Auswertung großer Mengen an Stimmungsdaten (Sentiment) erfordert einen enormen technischen und finanziellen Aufwand. Schließlich soll die Stimmung der Marktteilnehmer in Echtzeit und fortlaufend mit höchster Präzision erfasst werden. Nun besteht das Problem, dass niemand in die Köpfe aller Börsianer blicken kann, um deren Stimmungslage exakt zu erfassen. Aber mittlerweile gibt es eine intelligente Möglichkeit zu erfahren, wie die meisten Marktteilnehmer gerade „ticken“ und was sie kurzfristig an den Finanzmärkten erwarten: Durch eine vollautomatisierte Stimmungsanalyse. Täglich diskutieren unzählige Börsianer, zum Teil heftig, in Onlineforen, schreiben ihre Meinung in die Kommentarspalten großer Nachrichtenportale oder veröffentlichen kurze Tweets auf Twitter. Im Grunde ist das vergleichbar mit den angeregten Gesprächen und Debatten auf dem Börsenparkett in früheren Zeiten. Mit einem entscheidenden Unterschied: Die Diskussionen im Internet lassen sich öffentlich verfolgen - weltweit, rund um die Uhr und in Echtzeit. Zwar kann kein Mensch jeden Tag Abermillionen Forenbeiträge, Kommentare und Tweets in Echtzeit auswerten und Schlüsse daraus ziehen, aber modernste Hochleistungsrechner und KI sind dazu in der Lage.

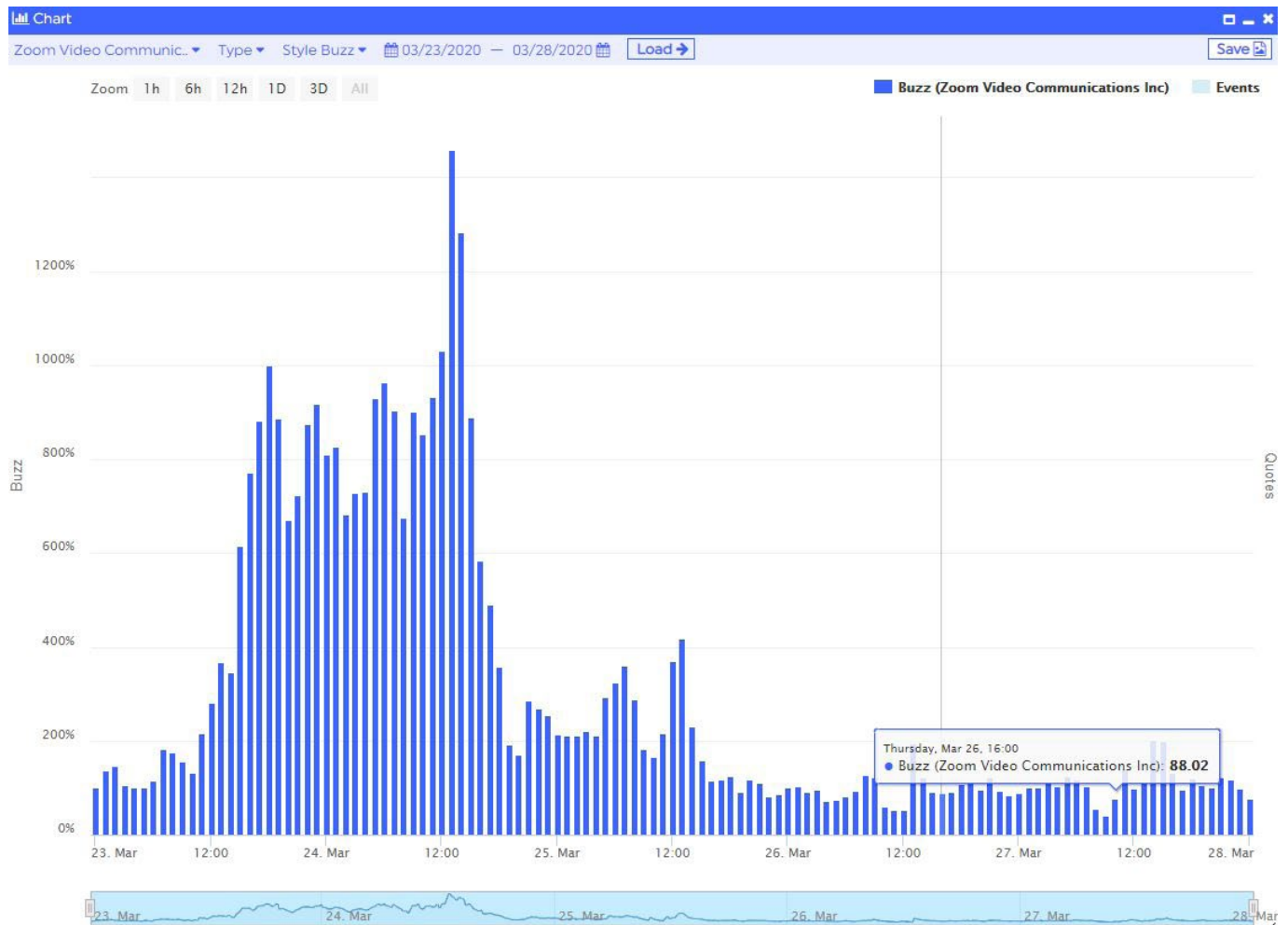
Die Finanzmärkte sind in besonderem Maße von Daten abhängig. Informationen im Voraus oder selbst mit einem minimalen Zeitvorsprung vorliegen zu haben, kann den Return on Investment erhöhen. So wird beispielsweise der Kurs einer Aktie oft als Ergebnis aller zu einem bestimmten Zeitpunkt verfügbaren Informationen betrachtet, wobei neue Informationen schnell nach Verfügbarkeit eingepreist werden. Dieser Vorgang wird auch Markteffizienzhypothese genannt. Das Kommunikationsverhalten in der Finanzindustrie hat sich in den vergangenen Jahren, wie in vielen anderen Branchen auch, aufgrund der technologischen Entwicklungen grundlegend verändert. Relevante Informationen und Daten werden größtenteils über das Internet und schließlich über die Sozialen Medien ausgetauscht. Da die Finanzmärkte durch schnell fließende Informationen gekennzeichnet sind, scheinen „emotionale Daten“ aus diesen Quellen einen hohen potenziellen Prognosewert zu haben.

Während des Ausbruchs der Corona Pandemie kam es zu einem massiven Ausverkauf von Aktien im März 2020. Wir hatten aber schon im Dezember die ersten Tweets aus Asien verarbeitet und drehte am 29.01.2020 von einer Long auf eine Short Position an den Aktienmärkten, lange bevor die Epidemie in Europa ausbrach. Es gibt viele Beispiele dafür, gerade auch während der Pandemie, wie etwa Plattformen wie Twitter, Reddit und Weibo bevorzugt zur Informationsweitergabe genutzt werden, um Emotionen von Marktteilnehmern auszulösen. Nachdem die Märkte am 18.03.2020 ihr Tief erreichten, begann eine weltweite Diskussion, welche Sektoren und

Aktien im Zuge der Pandemie am meisten profitieren würden. Um mit der Aktie Zoom Video Communications ein Beispiel zu geben: Ab Montag dem 23.03.2020 kam es zu einem sehr starken Buzz, welcher eine hochintensive und emotionale Diskussion über die Aktie in den Sozialen Medien darstellt mit einem vorläufigen Höhepunkt am 24.03.2020 (siehe Chart 1). Auch in den kommenden Wochen und Monate hielten die Diskussionen über die Aktie an. Die künstliche Intelligenz wies zum Start der Pandemie ein Kaufsignal bei 93,78 USD aus. Der Kurs hat sich seit der Kaufempfehlung nahezu verfünffacht (siehe Chart 2).

Chart 1: Buzz: Zoom Video Communications Aktie (ISIN US98980L1017) im Zeitraum 23.03.-28.03.2020

Quelle:



Buzz Intraday im Zeitraum 23.03.-28.03.2020, in: Internetseite Stockpulse Dashboard (kostenpflichtiger Zugang), 29.10.2020, URL: <https://system.stockpulse.de/en/>, Abruf am 29.10.2020.

Chart 2: Zoom Video Communications Aktie mit Benchmark zu Nasdaq Comp und 50/200 DMA

Quelle:



Aktie Zoom Video (ISIN US98980L1017), in: Internetseite finanzen.net, 28.10.2020, URL: <https://www.finanzen.net/chart/zoom>, Abruf am 28.10.2020.

Was ist Emotional Data Intelligence?

Emotional Data Intelligence bezeichnet die Sammlung und Analyse großer Datenmengen, um Beziehungen zwischen verschiedenen Datenpunkten sinnvoll darzustellen und daraus eine optimale Entscheidungsfindung abzuleiten. Die Methoden und Werkzeuge von Data Intelligence basieren auf dem umfassenden Verständnis von Daten, das Aufdecken alternativer Lösungsansätze, das Erkennen von Problemen und das Identifizieren von Zukunftstrends zur Verbesserung von Entscheidungen. Nutzergenerierte Inhalte machen einen wesentlichen Teil der Kommunikation in den Sozialen Medien aus. Nach unserem Verständnis werden nutzergenerierte Inhalte als „emotionale Daten“ bezeichnet, wenn ein Austausch an Emotionen stattfindet. Wenn die Methoden und Werkzeuge der Data Intelligence auf Daten angewendet werden, die Emotionen transportieren, bezeichnen wir diese Ergebnisse als Emotional Data Intelligence.

Menschen „produzieren“ emotionale Daten, d.h. sie drücken ihre Emotionen über Tweets, Forenbeiträge, Blogs aus, oder sie „konsumieren“ sie, indem sie von Stimmungen, Gefühlen, Meinungen anderer beeinflusst werden. Forscher fanden heraus, dass Menschen oftmals von Emotionen beeinflusst werden, die auf den Daten basieren, welche sie konsumieren. Das Teilen dieser Daten schafft neue Emotionen bis hin zu einem Kreislauf, in dem Daten Emotionen erzeugen und neue Daten durch das Teilen dieser Emotionen erzeugt werden. Entscheidungen hängen oftmals von diesen geteilten Emotionen ab - was wiederum zu neuen Daten führen kann, denn Entscheidungen können Auswirkungen auf das Verhalten der Nutzer haben. Emotional Data Intelligence sucht letztlich nach einer Antwort auf die Frage, wie all die verschiedenen Emotionen, die im Internet zum Ausdruck kommen, Entscheidungsprozesse beeinflussen.

Die Generierung von zusätzlichem Alpha durch Emotional Data Intelligence.

Zwei praktische Anwendungen von Stockpulse sollen verdeutlichen, wie aus der über Jahre hinweg kontinuierlichen Auswertung der nutzergenerierten Inhalte und einer darauf aufbauende, regelbasierten Strategie ein echter Mehrwert für Anleger und Investoren erreicht werden kann; und zwar - stark verkürzt dargelegt - alleine basierend auf von Marktteilnehmern ausgedrückten Emotionen.

Gemeinsam mit dem Frankfurter Index-Anbieter Solactive AG haben wir in 2019 den Europe Big Data Sentiment Index (BDX Europe) entwickelt. Auf Grundlage der Auswertung von Social Media-Daten wird einmal pro Quartal ein Korb mit Aktien aus einem klar definierten Universum zusammengestellt und diese Aktienausswahl in der fortlaufende Indexberechnung berücksichtigt. Im Falle des BDX Europe dient der Solactive Europe Total Market 675 Index als Aktien-Universum, aus dem die Aktien für den BDX quartalsweise herausgesucht werden. Entscheidend dafür, ob eine Aktie für die kommenden drei Monate in den BDX Europe aufgenommen wird,

ist die von uns gemessene Stimmung zu jedem Titel - nur diejenigen Aktien, die in den vergangenen Monaten von den meisten Marktteilnehmern als besonders positiv bewertet und kommentiert wurden, sollen in den Index aufgenommen werden. Die Hypothese hinter dem Indexkonzept: Besonders "stimmungsstarke" Aktien entwickeln sich kurz- bis mittelfristig besser als der Gesamtmarkt. Dass dieses Index-Konzept aufgeht, zeigt der Blick auf die bisherige Performance des BDX Europe: Alleine im Börsenjahr 2019 lag die Performance des Index bei +43 Prozent. Zum Vergleich: 2019 legten die beiden Leitindizes Dax und EuroStoxx 50 zwar ebenfalls stark zu, mit je +25 Prozent allerdings längst nicht so stark, wie der BDX Europe. Auch gegenüber dem deutlich breiter aufgestellten Stoxx600 (+23 Prozent in 2019) hat der BDX Europe seine Stärke unter Beweis gestellt. Das gilt auch im langfristigen Vergleich, hier konnte das Index-Konzept die Benchmarks klar schlagen: Die kumulierte Performance des BDX Europe liegt bei +199 Prozent* (21.09.2012 bis 31.12.2019). Im selben Zeitraum gelang dem Dax ein Plus von +79 Prozent und dem EuroStoxx 50 ein Zuwachs von +46 Prozent.

Chat 3: Performance Open End Index Certificate on the Solactive Europe Big Data Sentiment Index über die gesamte Laufzeit

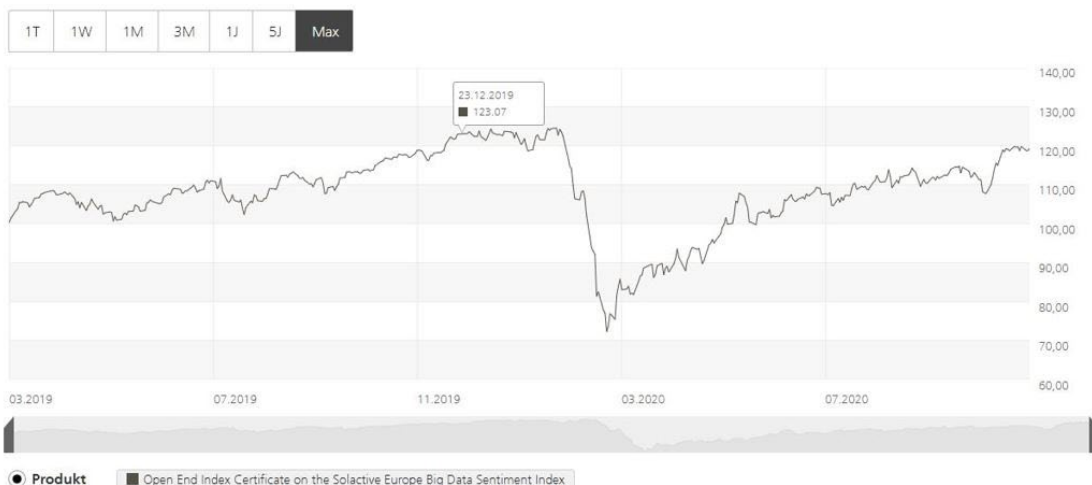
Open End Index Certificate on the Solactive Europe Big Data Sentiment Index

Basiswert: Solactive Europe Big Data Sentiment Index
 EUSIPA Produkttyp Tracker Certificates (1300)
 WKN: UBS1BX / ISIN: DE000UBS1BX9 / Valor: 46815217

Letzte Aktualisierung: 09:18:26

Geld	Brief
119,62 Euro Volumen:200	120,83 Euro Volumen:200
Verkaufen	Kaufen

Chart



Quelle:

Performance-Chart Open End Index, in: Internetseite keyinvest-de.ubs.com, 27.10.2020, URL: <https://keyinvest-de.ubs.com/produkt/detail/index/isin/DE000UBS1BX9>, Abruf am 26.11.2020

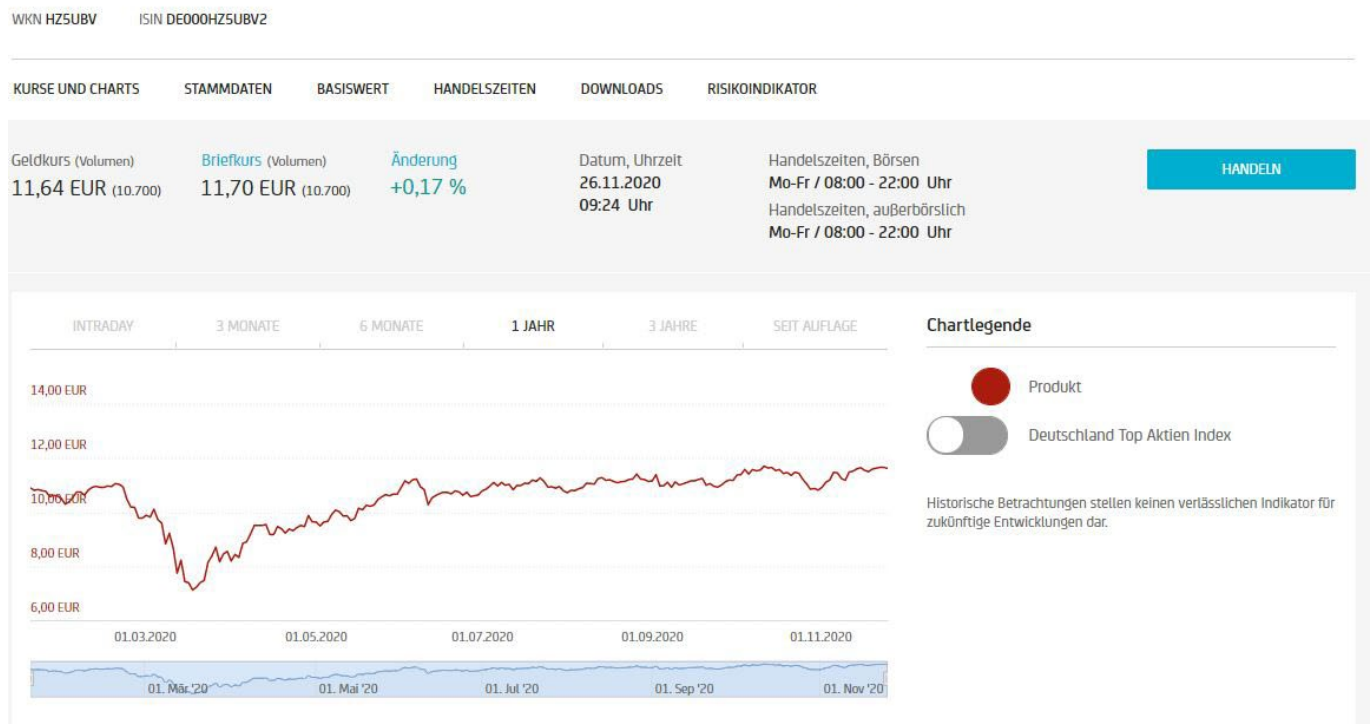
Künstliche Intelligenz sorgt für die optimale Aktienauswahl.

In einer Kooperation mit der ICF Bank entwickelten wir zu Beginn 2020 den Deutschland Top Aktien Index, kurz TIXX. Dieser Index basiert auf dem MDAX und die Auswahl der Titel erfolgt ebenfalls vierteljährlich basierend "auf einem überaus positiven Sentiment". Während die großen Aktienindizes wie Dax oder EuroStoxx 50 vor allem auf quantitative Merkmale zur Aktienauswahl setzen, überzeugt der TIXX durch Qualität. Nur diejenigen Aktien werden in den TIXX aufgenommen, die mittelfristig eine besonders starke Entwicklung versprechen. Das Unternehmen wertet rund um die Uhr die Stimmung unter den Anlegern zu allen handelbaren Aktien

aus. Auf der Basis von täglich Abermillionen von Datenpunkten und einer Verarbeitung mittels intelligenter Algorithmen werden so diejenigen Aktien gefunden, die von der Mehrheit der Marktteilnehmer als mittelfristig besonders vielversprechend eingestuft werden. Ein qualitatives Konzept zur Aktienauswahl, das überzeugt: Langfristig betrachtet hat der TIXX die großen Vergleichsindizes immer klar geschlagen. In Zeiten der Pandemie konnte der TIXX besonders durch seine Robustheit während des Ausverkaufs im Frühjahr überzeugen, da er weniger Verluste erzeugte. Während der darauffolgenden Erholungsphase ließ er seine Benchmark (MDAX) massiv hinter sich und markierte zwischenzeitlich neue Allzeithochs. Beide Anwendungsbeispiele zeigen eindrucksvoll, dass in nutzergenerierten Inhalten ein echter Mehrwert steckt - sofern diese unstrukturierten und in enormer Menge vorliegenden Daten konsequent strukturiert und intelligent ausgewertet werden.

Chart 4: HVB Open End Index Zertifikat bezogen auf den Deutschland Top Aktien Index

HVB Open End Index Zertifikat bezogen auf den Deutschland Top Aktien Index | DE000HZ5UBV2



Quelle:

HVB Open End Index Zertifikat bezogen auf den Deutschland Top Aktien Index, in: Internetseite onemarkets.de, 27.10.2020, URL: https://www.onemarkets.de/de/productpage.html/DE000HZ5UBV2?utm_source=newsletter_may_2020&utm_medium=Foleon&utm_campaign=ESG_2020, Abruf am 26.11.2020

Pump and Dump.

Stimmungsdaten aus sozialen Netzwerken können auf verschiedene Weise zur Marktbeobachtung eingesetzt werden. Die Zusammenarbeit mit führenden Börsen ist zentral. Die Aufdeckung falscher, irreführender oder übertriebener Kommentare in den Sozialen Medien, die eine verdächtige Kursentwicklung nach sich ziehen, ist ein wichtiges Thema für die Handelsüberwachung. Daten aus den sozialen Medien oder allgemeiner, alternative Daten und deren Analyse entwickeln auch in diesem Bereich eine zunehmende Bedeutung. Zur Klassifizierung dieser Art von Nachrichten kommen umfassende und ausgeklügelte Algorithmen zur Spam-Erkennung zum Einsatz. Sie erkennen beispielsweise, ob Benutzer oder Autoren in den Sozialen Medien falsche oder irreführende Informationen verbreiten. Die Spam-Erkennung umfasst in der Regel mehrere Schritte. In einem ersten Schritt durchsucht ein Filteralgorithmus alle Nachrichten nach beleidigenden Wörtern oder Phrasen. Die meisten Nachrichten dieser Art lassen sich an ihrer meist unflätigen Sprache erkennen. Weiterhin werden die Beziehungen zwischen Nutzern analysiert. Zum Beispiel können im Falle von Twitter die Analyse des Follower-Netzwerks der Nutzer oder die Überwachung von Interaktionen wie Likes, Erwähnungen oder Re-Tweets aufschlussreiche Informationen liefern. Für jeden Nutzer wird auf der Basis dieser Daten ein „Reputationsrang“ oder eine „Autorenbewertung“ berechnet. Der Einfluss einer Nachricht wird durch diese interne Autorenbewertung maßgeblich beeinflusst. Darüber hinaus gibt es manuell kuratierte und verifizierte Social-Media-Nutzer (Finanzexperten oder renommierte Nachrichtenagenturen), die standardmäßig einen höheren Reputationsrang besitzen. Elon Musk, Warren Buffet und die Nachrichtenagentur Bloomberg zum Beispiel werden dieser Kategorie zugeordnet, weil ihre Tweets und Beiträge typischerweise einen höheren Einfluss haben als die Beiträge von weniger bekannten Nutzern.

Influencer und „Root-Nutzer“.

Einige Marktteilnehmer haben potenziell einen höheren Einfluss auf die Entwicklung der Aktienkurse als andere. Mit unserer Liste der kuratierten und verifizierten Social-Media-Nutzer stellen wir bereits Kategorien von Nutzern zur Verfügung, die möglicherweise einen höheren Einfluss haben als normale Nutzer. Auf einzelnen Aktien-, Branchen- oder Sektorebenen bedarf es jedoch eines individuelleren Ansatzes, um die wirklich einflussreichen Social Media-Nutzer aufzudecken.

Betrachtet man das Tesla-Beispiel, so wissen wir, dass Elon Musk wahrscheinlich die wichtigste Person ist, der man folgen muss, wenn man über die relevantesten Nachrichten zum Unternehmen informiert bleiben will. Dieses Muster ist auch für andere Aktien, Branchen oder Sektoren von Bedeutung. Es wird einige Meinungsmacher für

ein bestimmtes Gebiet geben, die unbedingt beachtet werden müssen, um so schnell wie möglich die wichtigsten Informationen zu erhalten. Auf die einzelne Aktie heruntergebrochen, wären dies die Twitter-Konten der Unternehmensleitung, bei denen die Suche beginnen sollte. In anderen Fällen können Analysten die Rolle der Experten für eine bestimmte Aktie oder Branche einnehmen.

Wir nennen diese Nutzer oder Autoren „Root-Nutzer“. Sie sind die glaubwürdigsten Experten für eine Aktie oder ein Geschäftsfeld. Ein erster Schritt besteht darin, die relevanten Social-Media-Statistiken dieser Root-Nutzer permanent zu beobachten. Diese Statistiken können die Anzahl der gesendeten Tweets, Erwähnungen anderer Benutzer, Favoriten anderer Tweets oder Retweets beinhalten. In einem weiteren Schritt werden alle Benutzer, denen die Root-Nutzer folgen, ebenfalls analysiert und die gleichen Statistiken aufgezeichnet. Es ist auch möglich, dies für weitere Ebenen zu wiederholen. Auf diese Weise wird es einige hundert, möglicherweise sogar einige tausend Social Media-Accounts geben, die mit relativ hoher Wahrscheinlichkeit die größte Relevanz für die entsprechende Branche, Geschäftsfeld oder Aktie haben.

Wissen über diese „Influencer-Netzwerke“ kann für Handelsüberwachungen von Börsenplätzen sehr wichtig sein, da dies die relevanten Quellen sind, um Nachrichten (auch Fake-News) oder Gerüchten nach einer verdächtigen Preisbewegung schnell und ohne große Zeitverluste auf den Grund zu gehen. Neben der Erkennung des Influencer-Netzwerks von Social Media-Nutzern für eine einzelne Aktie oder Branche könnte auch ein Frühwarnsystem für bestimmte Social Media-Accounts von hoher Relevanz sein. Sobald ein bestimmter Social Media-Nutzer, der zuvor als relevante und glaubwürdige Quelle für diese Aktie identifiziert wurde, etwas über ein bestimmtes Unternehmen veröffentlicht, möchte die Handelsaufsicht Kenntnis darüber erlangen.

Trilinguale Anwendung.

Wichtige Ereignisse an den Finanzmärkten können die Kursentwicklung zu einem großen Teil beeinflussen. Wir haben mehr als 180 marktrelevante Ereignisse definiert, die unsere „Message Collectors“ in den Sozialen Medien beobachten. Jedes Ereignis ist durch charakterisierende Schlüsselwörter oder Phrasen gekennzeichnet. Jedes Schlüsselwort kann auch mit einem Faktor gewichtet werden, der die Bedeutung des Wortes für das Ereignis beschreibt. So kann beispielsweise das Ereignis „Merger & Acquisition“ mit den folgenden Schlüsselwörtern beschrieben werden: „merger, merger & acquisition, merger approval, merger deal, reverse merger, m&a, transaction, approved“. Schlüsselwörter können in mehreren Sprachen angeboten werden. Letztendlich führt dies zu einer Verbindung zwischen

Objekt (börsennotierten Unternehmen) und Ereignis, wenn beide in derselben Nachricht erkannt werden.

Darüber hinaus betreiben wir umfangreiche Identifier-Mapping-Tabellen für Finanzinstrumente. Das Identifier-Mapping ist eine Art Zuordnung von relevanten Identifikatoren zu einem Instrument. Zum Beispiel würden Nachrichten, die über ein Analysten-Upgrade des Automobilherstellers Tesla diskutieren, mit dem Bloomberg-Ticker TSLA:US versehen, weil das Wort „Tesla“ im Text erkannt wurde. Weiterhin würde das Ereignis „Analysten-Upgrade“ erkannt werden und es könnte eine Verbindung zwischen Ereignis und Aktie hergestellt werden. Verschiedene Prozesse aktualisieren regelmäßig alle Identifier-Mappings, z.B. ISIN oder Tickersymboländerungen automatisch. Derzeit verwaltet das System mehr als eine Million Identifier-Mappings. Für eine Handelsüberwachung ist es sehr wertvoll, Gerüchte oder Beiträge über Fusionen oder andere relevante Ereignisse in Echtzeit in den Sozialen Medien zu verfolgen und darüber sofortige Benachrichtigungen zu erhalten, wenn bestimmte Unternehmen oder Ereignisse plötzlich in den Fokus rücken. In Verbindung mit dem zuvor beschriebenen Frühwarnsystem können kritische Situationen sehr schnell erkannt werden und zu einer adäquaten Reaktion führen.

Investors Relation und Compliance.

Die Aufdeckung falscher, irreführender oder übertriebener Kommentare und Postings in den Sozialen Medien ist nicht nur für die Handelsüberwachungsstellen der Börsen absolut relevant, sondern lässt sich auch in weiteren Anwendungsfällen nutzen. Insbesondere Investor Relations Abteilungen sind darauf angewiesen, so schnell wie möglich über potenziell kursrelevante oder imageschädigende Postings und Kommentare informiert zu werden - um im Zweifelsfall so schnell als möglich reagieren zu können.

Ein erster Anhaltspunkt liefert dabei der Buzz-Wert für ein Unternehmen. Steigt dieser Wert plötzlich deutlich an, so ist das ein Hinweis darauf, dass über ein Unternehmen, deren Produkte oder Dienstleistungen oder eben über die Aktie der Firma stärker als sonst üblich diskutiert wird. In einem zweiten Schritt ist dann eine schnelle Analyse des Nachrichteninhalts über das Unternehmen notwendig - hier zeigt sich dann sofort, ob die Diskussion in einem normalen Rahmen oder ob es sich um potenziell schädliche "Fake News" oder Gerüchte handelt. Bei dem Anwendungsfall gehen wir bei Stockpulse ähnlich vor wie beim Anwendungsfall für Handelsüberwachungsstellen. Gleiches gilt für das von Stockpulse entwickelte Angebot eines Monitorings der CEO Reputation.

Erste Praxistests zeigen auch hier eine hohe Relevanz für den täglichen Einsatz im Bereich Stakeholder Relationship Management.

Fazit

Die zielführende Auswertung von Daten aus den Sozialen Medien sind in der gegenwärtigen Vermögensverwaltung ein unabdingbarer Prozess zur Verbesserung der Performance von Aktien, Aktienindizes, sowie im gesamten Portfoliomanagement. Im modernen Börsenhandel dient die Technik zur Verbesserung in der Compliance und generiert eine höhere Markttransparenz. Zusätzlich finden sich immer häufiger Anwendungen im Unternehmensmarketing und in der Bewertung der Unternehmenskommunikation.

Kontakt:

Stockpulse GmbH
Gerhard-von-Are-Strasse 2
53111 Bonn
www.stockpulse.ai



Dr. Stefan Nann
CEO/Co-Founder
Office: +49 228 227 875 37
Mobile: +49 152 284 069 78
E-mail: stefan.nann@stockpulse.ai

**8-9
FEB.****SZ-NACHHALTIGKEITSFORUM 2021
VON ESG ZU IMPACT INVESTING – CHANCEN UND
HERAUSFORDERUNGEN FÜR ASSET-MANAGER UND
INVESTOREN IN DER CORONA-KRISE**
in München und digital

Rabatt für BAI-Mitglieder

Auf globaler Ebene leistet Sustainable Finance einen wichtigen Beitrag, den Herausforderungen von Klimawandel und gesellschaftlichen Umwälzungen erfolgreich zu begegnen. Die neue EU-Richtlinie und die Einführung der EU-Taxonomie sind dabei wichtige Meilensteine, sorgen aber auch für vielfältige Herausforderungen. Für institutionelle Investoren bieten sich gerade in der Corona-Krise viele Vorteile, wenn sie Nachhaltigkeitskriterien ihre Anlagestrategie integrieren. Welche Chancen und Risiken damit einhergehen, steht beim 2. SZ-Nachhaltigkeitsforum auf der Agenda. Diskutieren Sie mit Investoren aus Versicherungen, Versorgungswerken und hochkarätigen Vertretern aus Industrie, Politik und Wissenschaft. Aufgrund der Corona-Pandemie findet die Tagung sowohl in Präsenz als auch digital statt.

Weitere Informationen unter: www.sv-veranstaltungen.de/nachhaltigkeitsforum

27-30
APR.**BAI ALTERNATIVE INVESTOR CONFERENCE 2021
– A VIRTUAL VENTURE****Virtuell**

Rabatt für BAI-Mitglieder

- Die Branchenkonferenz rund um das Thema Alternative Investments
- Assetklassen- und produktübergreifend
- Ausgerichtet auf institutionelle Investoren
- Erstmals als rein virtuelle Veranstaltung

Wir bieten den Teilnehmern der Konferenz an insgesamt vier Tagen ein interaktives Programm mit hochaktuellen und kurzweiligen Vorträgen und Paneldiskussionen mit Umfragen sowie Chat-Funktion. Jeder Konferenztag wird ein oder zwei Themen - z.B. Private Debt, ESG, Liquid Alternatives - zum Schwerpunkt haben, weiterhin ist ein Investorenspecial (Investors Day) eingeplant. Freuen Sie sich auf Vorträge u.a. zu "Private Debt - Trends, Strategien und Anlagechancen", "Stehen wir vor einer Rezession? Einblicke aus den Private und Public Markets", "Über eine Dekade Infrastruktur: Auferstehung, Wandel und Ausblick einer Anlageklasse" und "Integration von ESG-Risiken in den Investment- und Risikoprozess für Alternative Investments". Am Investors Day erwartet Sie das etablierte Investorenpanel sowie ein Investorenvortrag.

Mit hochkarätigen Keynote Speakern:

- Prof. Dr. Veronika Grimm, Inhaberin des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und
- Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro, Professor of International Economics, Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD, mit einem Vortrag zu „The Post-Covid World“.

Verschiedene Möglichkeiten zum Networking, virtuelle Ausstellerstände der Sponsoren, Lunch@home sowie ein Entertainment-Speech am späten Nachmittag runden die Konferenz ab.

Für die institutionellen Endinvestoren wird es auch auf der AIC 2021 wieder die Möglichkeit geben, sich im kleinen Kreis, ganz ohne Produkthanbieter, auszutauschen – dieses Mal rein virtuell.

Weitere Informationen finden Sie auf www.ai-conference.com, oder Sie kontaktieren Frau Christina Gaul unter 0228 96987 35 bzw. gaul@bvai.de.

Die Registrierung öffnet Ende Januar 2021.

AUSFÜHRLICHE
INFORMATIONEN
UNTER:
WWW.EBS.EDU/ES

SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

Kompaktstudiengänge ■ Private Equity ■ Sustainable & Responsible Investments ■ Corporate Sustainable Finance

Kompaktstudium Private Equity

- Fokus auf Private Equity als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche und bewertungstechnische Grundlagen
- Investmentprozess auf Single- und Dachfondsebene
- Analyse von Private Equity-Produkten und Portfoliobeitrag
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Expertenwissen praxisnah vermittelt
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

Start 19. Jahrgang: 13. September 2021

www.ebs.edu/pe

Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments (SRI)

- Besonderheiten und Chancen nachhaltiger Investments
- SRI und ESG: Märkte, Strategien, Ratings, Performance, Vertrieb
- 22 Dozenten aus der SRI-Investment- und Beratungspraxis
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau
- Wissensvorsprung für ein stark wachsendes Marktsegment
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände FNG und VfU

Start 6. Jahrgang: 08. März 2021

www.ebs.edu/sri

Kompaktstudium Corporate Sustainable Finance (CSF)

- Für CFO-Bereiche von Unternehmen sowie Kreditbetreuer und Analysten in Banken
- Alle Nachhaltigkeitsthemen der Finanzfunktion: Strategie, Steuerung, Finanzierung, Risiko, Klima, IR, Reporting etc.
- 22 Dozenten aus Wissenschaft und Praxis
- 12 Tage in 4 Blöcken
- Klausur und Transferarbeit
- Universitätszertifikat: CSF-Advisor (EBS)
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände DAI, DIRK, FNG und VfU

Start 1. Jahrgang: 22. Oktober 2020

www.ebs.edu/csf

EBS Executive School
Hauptstraße 31
65375 Oestrich-Winkel
Tel.: +49 611 7102 1830
info.es@ebs.edu
www.ebs.edu/es



Deutsches Aktieninstitut
Kapital. Markt. Kompetenz.



EBS  **Universität**



Privates Datenschutzrecht

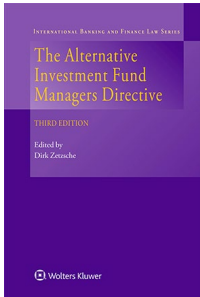
Über Privatautonomie im Datenschutzrecht – unter besonderer Berücksichtigung der Einwilligung und ihrer vertraglichen Kopplung nach Art. 7 Abs. 4 DS-GVO

Dr. Jan Niklas Bunnenberg

Frankfurter Studien zum Datenschutz, Nomos-Verlag, 2020, 347 Seiten, broschiert

ISBN 978-3-8487-6895-0, 92,00 EUR

Mit der dogmatischen Figur der datenschutzrechtlichen Einwilligung will die europäische Datenschutzarchitektur das Prinzip der Privatautonomie verwirklichen. Das erlaubt der digitalen Wirtschaft in einem wichtigen Bereich auf der Grundlage selbstgesetzter Regeln (insbesondere standardisierter Datenschutzerklärungen) zu operieren und gestattet damit eine gewisse Konditionierung von Recht durch Wirtschaft. Verbraucherdaten werden so zunehmend zum Gegenstand von Verbrauchergeschäften, häufig beobachtet unter dem Stichwort des „Bezahlens mit Daten“. Dieses Bild von Verbrauchern, die digitale Leistungen mit ihren Daten „bezahlen“, suggeriert eine Preisbildung, die nicht stattfindet. Denn die Datenintensität (also der „Datenpreis“) digitaler Leistungen bleibt für Endnutzer meist im Dunkeln. Dennoch hält die DS-GVO an der Einwilligung als maßgeblicher Verarbeitungsgrundlage für datenintensive Leistungsangebote fest und beschreitet damit einen privatrechtlichen (eben auf Privatautonomie setzenden) Weg. Kritiker hingegen drängen darauf, das Datenschutzrecht stärker öffentlich-rechtlich, durch zwingende („einwilligungsfeste“) Normen auszugestalten. Hier widerspricht der Autor und arbeitet, ausgehend von den konkreten Defiziten des Einwilligungsmodells, die Vorzüge des „privaten Datenschutzrechts“ heraus. Eine zeitgemäße – grundrechtssensible – privatrechtliche Perspektive auf das Datenschutzproblem gibt vor diesem Hintergrund wichtige Orientierung für die Dogmatik des Verbraucherdatenschutzes, insbesondere zum Anwendungsbereich der Einwilligung und den Grenzen ihrer vertraglichen Kopplung.



The Alternative Investment Fund Managers Directive

Edited by Dirk Zetsche

Wolters Kluwer, Third Edition, Hardbound, ISBN 9789403509105, 226 EUR

The Alternative Investment Fund Managers Directive, in this third edition, brings the book up-to-date with several new pieces of legislation. It introduces European alternative investment funds law and picks up recent developments in regulation, technology and politics and addresses them in the investment fund context. In the ten years since the entry into force, the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) has become an important piece of European regulation complementing the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) and the Markets in Financial Instruments (MiFI) frameworks. By discussing the latest developments, this edition brings a comprehensive and in-depth analysis of the AIFMD and its related European investment fund legislation, including the European Venture Capital Fund Regulation, the European Social Entrepreneurship Fund Regulation, the European Long-Term Investment Fund Regulation and the European Money Market Fund Regulation.

WHAT'S IN THIS BOOK:

This edition emphasizes the function of such factors in the financial services value chain as the following:

- the AIFMD's approach to robo-advisors;
- digital asset funds;
- infrastructure investments in the context of real estate and sustainable investments;
- risk management;
- transparency; and
- impact on alternative investment strategies.

Five country reports, focusing on the European Union's five most important financial centres for alternative investment funds, deal with the potential interactions among the AIFMD and the relevant laws and regulations of France, Germany, Luxembourg, Ireland and the Netherlands.

HOW THIS WILL HELP YOU:

This thoroughly updated edition elaborates on potential difficulties encountered when applying the directive and provides potential solutions to the problems it raises. Since the first edition, this book has assumed the role of providing thought leadership on the AIFMD and the related pieces of regulation. The book is sure to be warmly welcomed as a much-needed practical guide by fund lawyers and consultants, investors and their counsels, fund managers, depositaries, asset managers and administrators. Regulators, lawyers, academics will welcome this as a standard volume in the field that presents the contents and discusses the regulation in a systematic manner.



Kreditwesengesetz (KWG) mit Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG)

Schwennicke/Auerbach

C.H.BECK, 4. Auflage 2021, 2009 S., Buch, Hardcover (In Leinen), ISBN 978-3-406-72455-8, 219 EUR

ZUM WERK

Die Hauptzwecke des KWG sind die Sicherung und Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Kreditwirtschaft und der Schutz der Gläubiger von Kreditinstituten vor Verlust ihrer Einlagen. So legen das KWG und die es ergänzenden Verordnungen den Kreditinstituten Restriktionen auf, welche die Möglichkeiten der Banken, Risiken eingehen zu können, begrenzen.

Die Nutzer erhalten zunächst einen zuverlässigen Überblick über die Rechtslage unter Benutzung der Gesetzesmaterialien, der einschlägigen Rechtsvorschriften, Bekanntmachungen, Mitteilungen sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene sowie der Verwaltungspraxis der Aufsichtsbehörden und der einschlägigen Rechtsprechung und Literatur. Gleichzeitig kommen auch die Bedürfnisse der Praxis zum Ausdruck, indem den Nutzern Argumentationshilfen an die Hand gegeben werden.

ZUR NEUAUFLAGE

- Berücksichtigung aller gesetzlichen Änderungen u.a. 1. und 2. Finanzmarktvorschriftennovellierungsgesetz, Abwicklungsmechanismusgesetz, Gesetz zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie, Gesetz zur Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie, Gesetz zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdienstleistungsrichtlinie sowie CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz.
- Neukommentierung des ZAG
- Überarbeitung der Prüfungspflichten nach § 29 KWG aufgrund bestehender und neuer Verordnungen (u.a. sog. Benchmarkverordnung, Ratingverordnung, Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente).
- Einarbeitung der Erlaubnispflicht des Kryptoverwahrgeschäfts

VORTEILE AUF EINEN BLICK

- ausführlich und praxistauglich
- mit Neukommentierung des ZAG