

AUSGABE I
JANUAR 2014



FONDSÜBERSICHT24

E-MAGAZIN

**Nach der Regulierung
ist vor der Regulierung**
Johannes Nölke

Im Interview:
Georgi Kodinov,
Managing Director
Dextro Group Germany

Eigenkapitalvolumen 2013
Pro Compare

Vorwort

Liebe Leser,

wir freuen uns Ihnen heute das erste E-Magazin von Fondsuebersicht24 präsentieren zu können. Mit großer Sorgfalt haben wir Kolumnisten und Autoren ausgewählt, die für Sie Informationen zu aktuellen Themen zugänglich machen.

In dieser Ausgabe schauen wir mit Peter Tamms, ProCompare, zurück auf 2013 - wieviel Eigenkapital wurde platziert, welche Sektoren waren am stärksten vertreten, welche Trends zeichnen sich für 2014 ab.

Optegra Geschäftsführer Johannes Nölke berichtet über die von der EU-Kommission angedachten Regulierungsmaßnahmen für European Long Term Investment Funds. Dr. Dietrich Wagner und Sebastian Schüßler, Rödl & Partner Rechtsanwälte, widmen sich in ihrem Beitrag den neuen Regelungen zur Abgrenzung von offenen und geschlossenen AIF.

Unsere Interviewserie starten wir mit Georgi Kodinov, Geschäftsführer der Dextro Group, die seit 2009 als unabhängiges Analysehaus auf dem Markt der Asset Based Investments aktiv ist, und mit Botho von Hülsen, Managing Partner der pvh debt capital advisory, die seit 2013 als Ratingoptimierer und Strukturierungsberater für Anleihe-Emissionen tätig ist.

In der Rubrik Firmenpräsentation geben wir in dieser Ausgabe Hubertus Blei die Gelegenheit sein Unternehmen Financial Datasoft und dessen Dienstleistungen vorzustellen.

Last but not least legt der bekannte US-Blogger Reggie Middleton seine Sichtweise über „The Future of Money“ dar.

Wir wünschen Ihnen viel Spaß beim Lesen und freuen uns auf Ihr Feedback an presse@fondsuebersicht24.de

Beste Grüße

Jan-Hein Peek



ProCompare Platzierungszahlen 2013

4

„Nach der Regulierung ist vor der Regulierung“; Johannes Nölke, Geschäftsführer optegra Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft

6

„5 Fragen an“ Georgi Kodinov, Dextro Group Germany

8

„EU-Kommission erlässt neue Regeln zur Abgrenzung von offenen und geschlossenen AIF“; Dr. Dietrich Wagner und Sebastian Schüßler, Rödl & Partner Rechtsanwälte

10

Interview mit Botho von Hülsen; pvh debt capital advisory

12

Makroökonomisches Thema: „The Future of Money“, by Reggie Middleton

14

Firmenpräsentation Financial Datasoft von Hubertus Blei

16

Eigenkapitalvolumen 2013

Trends & Entwicklungen

ProCompare Geschäftsführer Peter Tamms: „Die Trends gehen klar erkennbar von dem Model des “geschlossenen Fonds” hin zu anderen “Anlagevehikeln”. Es werden mehr Genussrechte platziert sowie Anleihen mit Sachwerten als Asset begeben. Diese “Anlagevehikel” lassen sich zum Teil noch mit dem §34c GewO vermitteln und sind noch nicht reguliert.

Die Verschiebung liegt einerseits an den Wirrungen der Regulierung, der zur Folge es bislang nur wenige “neue” Fonds am Markt gibt. Andererseits auch an dem §34f GewO für Finanzanlagenvermittler, der am 01.01.2013 in Kraft getreten ist. Hier sind einige Berater und Vermittler den neuen Anforderungen nicht gewachsen. Dies trifft auch Versicherungsmakler, die vor dem §34f ab und an einen geschlossenen Fonds vermittelt hatten. Die Regulierung und Spezialisierung im Segment der alternativen Investmentfonds wird demnach am Markt nicht wirklich gut angenommen. Letztendlich ist alles mit Kosten verbunden, welche zum Teil der Verbraucher mit zu tragen hat.“

Die nachfolgenden Graphiken stellen das Eigenkapitalvolumen der Neuemissionen / Platzierungen im Vergleich von 2010, 2011, 2012 und 2013 dar. Darüber hinaus wird eine Aufschlüsselung nach Sparten des kumulierten Eigenkapitalvolumens sowie der Vergleich nach Sparten bezogen auf das Jahr 2013 per Monatsultimo abgebildet.

Auswertungsschema

Es wurden nur Fonds erfasst, die im Zeitraum vom 01.01.2013 bis 31.12.2013 platziert oder neu aufgelegt (Emissionen) waren, d.h. in dieser Studie wurden keine „anplatzierten Fonds“ berücksichtigt. Private Placements und Direktinvestments fanden in dieser Studie ebenfalls keinen Eingang.

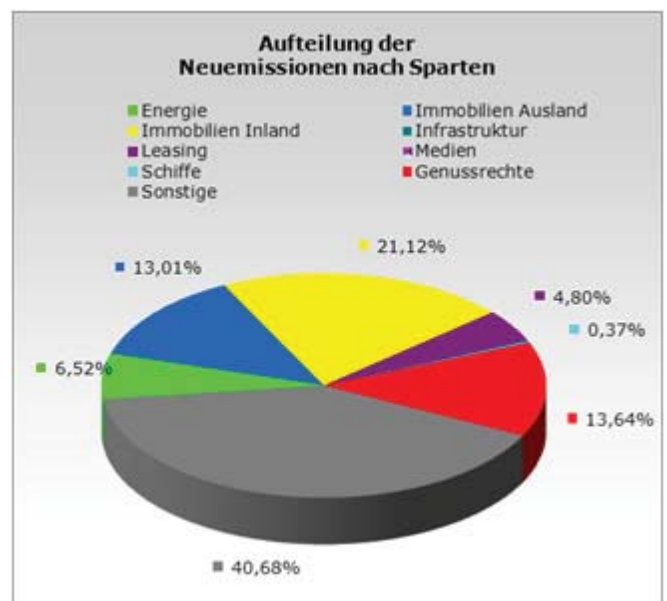
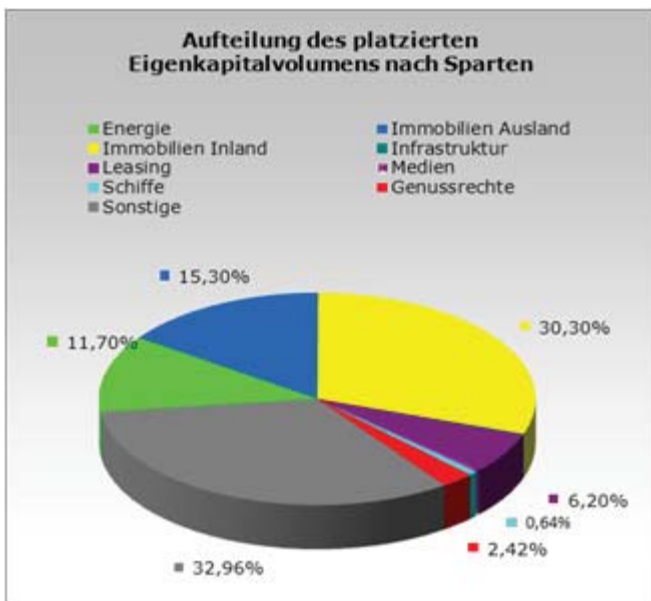
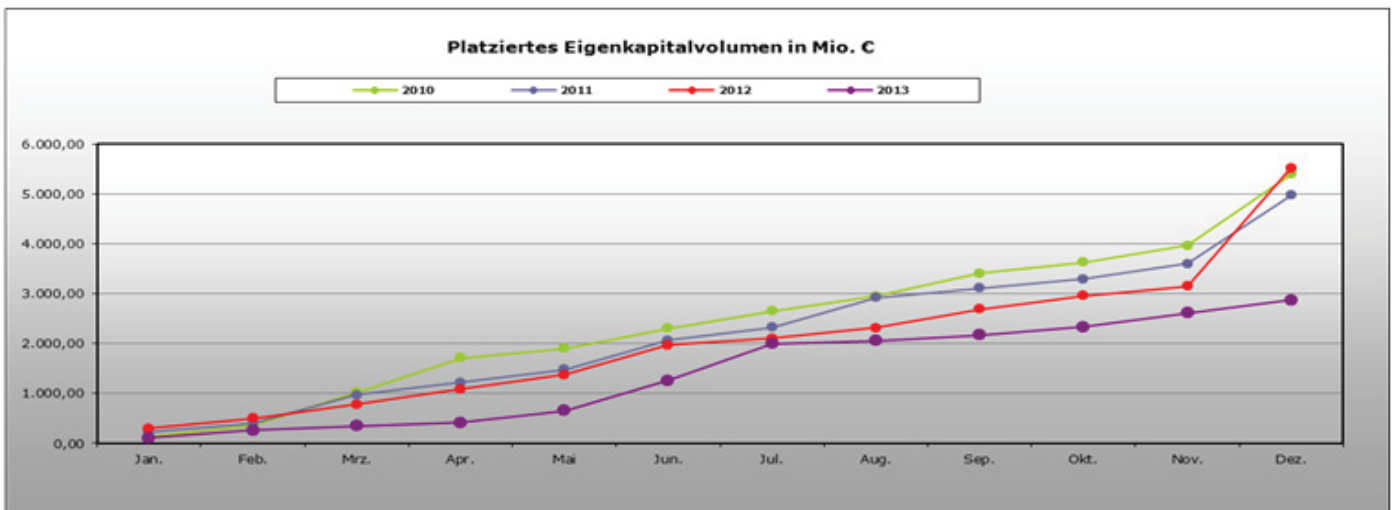
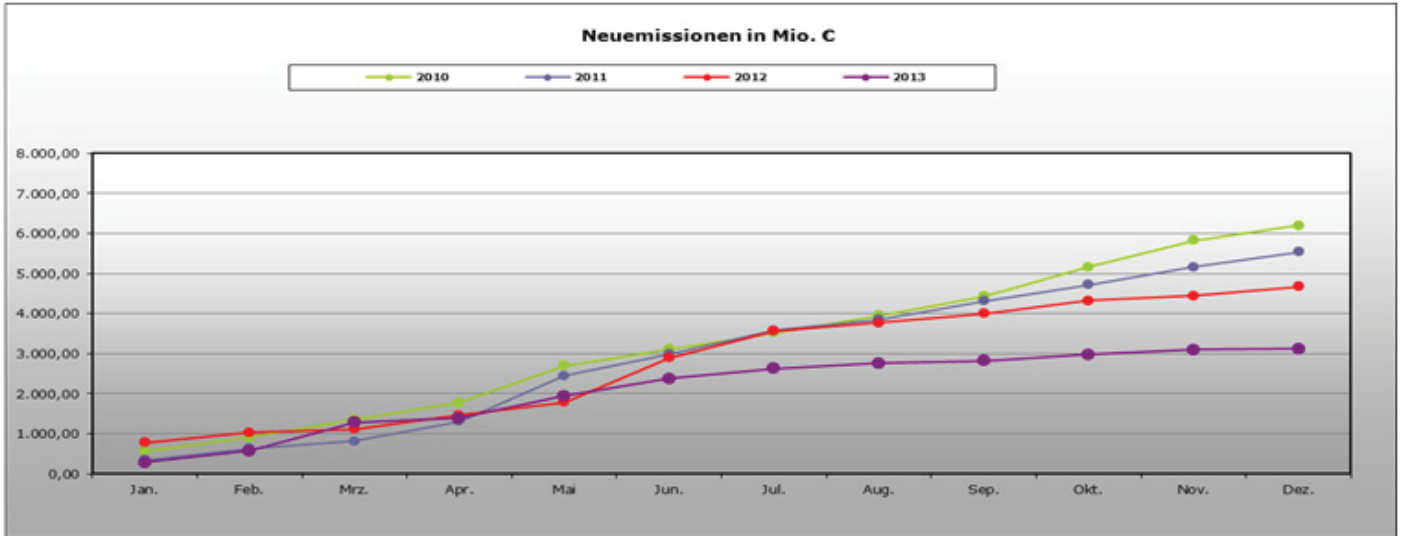
Die einzelnen Sparten teilen sich in der Studie in zahlreiche Untersparten auf, welche hier nicht aufgeführt worden sind. Die Sparte Leasing beinhaltet beispielsweise die Untersparten Biogasfonds, Containerfonds, Flugzeugfonds, Lokomotivenfonds, Mobilienfonds und Triebwerksfonds.

Über ProCompare

Die Plattform Leistungsbilanzvergleich.de bietet in einer einzigartigen Darstellungsform und Übersichtlichkeit einen Überblick über alle jemals aufgelegten Geschlossenen Fonds und deren Performance (sofern Informationen verfügbar sind bzw. nachgefragt werden können). In der Datenbank sind neben den Leistungsbilanzangaben der Initiatoren auch zusätzliche Berechnungen abrufbar: Im Soll-/Ist-Vergleich werden Ausschüttungen, negative steuerliche Ergebnisse im Zeichnungszeitraum, kumulierte steuerliche Ergebnisse, Darlehensstände und Liquiditätsreserven im Verlauf berücksichtigt. Auch liquidierte Fonds werden mit deren Verkaufsergebnissen geführt. In den Leistungsbilanzen fehlende Daten werden durch das Research-Team ermittelt und in die Datenbank eingepflegt.

ProCompare®
»Hoffung war Gestern, Wissen ist Heute«





Nach der Regulierung ist vor der Regulierung

von Johannes Nölke, Geschäftsführer der optegra GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Köln

Wer könnte es der Fondsbranche verübeln, dass allein das Wort „Regulierung“ für Unbehagen sorgt. Die EU-Kommission nimmt darauf allerdings keine Rücksicht: Schon rund einen Monat, bevor das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) und damit die Richtlinie über Verwalter Alternativer Investmentfonds (AIFM) hierzulande überhaupt in Kraft trat, brachte sie den nächsten Regulierungsvorschlag. Sie plant die Einführung sogenannter European Long Term Investment Funds, eine langfristige Vermögensanlage in Form alternativer Investmentfonds (AIF), kurz: ELTIF. Einige äußerten Bedenken. Ein Verharren in dieser Haltung versperrt jedoch die Sicht auf die Vorzüge der Idee.

Reagierte die Branche zunächst nur skeptisch, weil sie sich mit der Aufgabe konfrontiert sah, die Vorgaben des KAGB zu erfüllen, ist man inzwischen dazu übergegangen, den EU-Vorstoß, der bereits 2014 Realität werden könnte, komplett auszublenden – nach dem Motto, es kann nicht sein, was nicht sein darf. Doch zum einen hilft es nicht, den Kopf in den Sand zu stecken, zum anderen gibt es meiner Meinung nach keinen Grund für Ablehnung. Die Branche sollte den neuen Fondstyp vielmehr genau unter die Lupe nehmen. Denn dabei zeigt sich, dass er sowohl Anlegern als auch Anbietern Chancen eröffnet, während die dadurch entstehenden Anforderungen für die Initiatoren lösbar sein sollten.

Zwei Aspekte machen den Vorschlag aus Brüssel aus meiner Sicht besonders wertvoll: Zum einen können sich ELTIF-Anbieter beim Vertrieb an professionelle Anleger einen Wettbewerbsvorteil verschaffen. Der Grund: Mit Blick auf Solvency II mögen Investments in ELTIF laut EU-Kommission Erleichterungen ermöglichen. Verlangen sie eine geringere Eigenkapitalunterlegung als AIF, könnten ELTIF künftig besonders für Pensionsfonds und kleinere Versicherungen das Vehikel der Wahl werden.

Zum anderen – und das ist der aus meiner Sicht gewichtigere Vorteil – ist ein EU-Pass für den Vertrieb an Privatanleger vorgesehen. Das heißt, ELTIF können künftig europaweit auch an private Investoren vertrieben werden, während das Pass-System der AIFM-Richtlinie dies lediglich für Produkte für professionelle Anleger vorsieht. Zwar ist im Vorfeld zu prüfen, ob die Anlagestrategie der Privatinvestoren langfristig orientiert ist und ob der jeweilige Kleinanleger tatsächlich sein Kapital für die gesamte Laufzeit des ELTIF von zehn und mehr Jahren binden kann, da ein vorzeitiges Rückzugsrecht ausgeschlossen ist. Dies sollte jedoch kein unlösbares Problem sein – ebenso wenig wie die regulatorischen Anforderungen an ELTIF-Anbieter.

Grundsätzlich sollen es ELTIF Anlegern erleichtern, in Unternehmen und Projekte zu investieren, die über einen längeren Zeitraum hinweg Kapital binden, beispielsweise solche in den Bereichen Infrastruktur, Transportwesen und erneuerbare Energien. Auch langfristige Immobilieninvestments sollen darüber finanziert werden können. Kurzum: illiquide





Vermögensgegenstände. ELTIF auflegen dürfen dem Vorschlag zufolge all jene, die die Anforderungen der AIFM-Richtlinie erfüllen. Mit anderen Worten: Als ELTIF werden nur EU-AIF zugelassen. Dahinter steht das bekannte Ziel, einen angemessenen Anlegerschutz zu gewährleisten.

Die Kommission sieht unter anderem vor, dass ELTIF eine Verwahrstelle vorweisen und Kreditaufnahmegrenzen einhalten müssen. Derivate dürfen ausdrücklich nicht zu Spekulationszwecken eingesetzt werden und der Fonds muss das Gebot der Risikomischung beachten, um Klumpenrisiken zu vermeiden. Es gelten zudem die EU-weiten Produkt- und Transparenzregeln - alles in allem also Vorgaben, die Initiatoren laut KAGB ohnehin erfüllen müssen.

Fest steht: Auf EU-Ebene mahlen die Mühlen, ob die Branche das will oder nicht. In diesem Fall ist das meiner Meinung nach auch nicht weiter tragisch. Die ELTIF-Verordnung stellt eine sinnvolle Ergänzung zur AIFM-Richtlinie dar. Sie erfordert kein allzu großes Umdenken und die organisatorischen Anforderungen der ELTIF sind als vergleichsweise gering einzuschätzen. Zwar sind Kollisionen mit den nationalen steuerlichen Bestimmungen nicht auszuschließen. Dieser Aspekt sollte jedoch nicht zu hoch bewertet werden. In den Fokus sollte vielmehr rücken, dass sich für Anbieter von Publikums-AIF neue Optionen beim Vertrieb von Sachwertinvestments bieten. Die Anstrengungen im Zuge des KAGB könnten sich also doppelt bezahlt machen.

Fünf Fragen an: Georgi Kodinov, Managing Director Dextro Group Germany

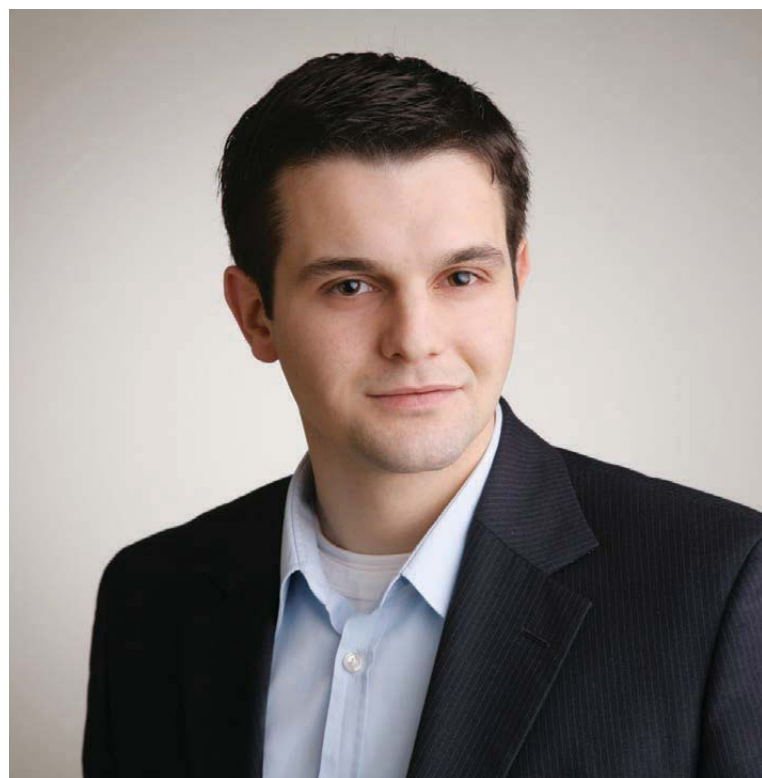
1. Woher kennt der Markt die Dextro Group?

Die Dextro Group ist seit 2009 auf dem Markt der Asset Based Investments als unabhängiges Analysehaus aktiv. Bereits seit 2005 jedoch ist die Dextro Group auf dem deutschen Markt als Beratungsunternehmen im Bereich Kreditrisikomanagement und Risikomethoden etabliert und prüft u.a. Produkte und Kreditausfallwahrscheinlichkeiten für Banken und Sparkassen. Letzteres ist möglicherweise im Markt nicht sehr bekannt, da die betreffenden Banken beauftragten externen Dienstleistern Verschwiegenheit auferlegen.

Im Bereich der Asset Based Investments bietet die Dextro Group über die Dextro-Stabilitätsanalyse eine WpHG-konforme Risikoklasseneinstufung und ist Plausibilitätsprüfung-Auslagerungspartner nach §25a KWG für die Inhouse-Produktprüfung für führende Intermediäre und Haftungsdächer. Zudem hat die Dextro Group den kompletten Produktprüfungsbereich mehrerer Bankenkunden als Auslagerungspartner übernommen.

Für die Zusammenarbeit mit Banken aber auch anderen Intermediären ist es dabei wichtig, dass die Dextro Group zum einen BaFin-registriert ist und zum anderen ein WP-Zertifikat des Instituts deutscher Wirtschaftsprüfer (IDW) nach IDW PS 951 Typ B erstellt wurde, das zeigt, dass alle Analyseprozesse der Dextro Group zertifiziert sind und in ein vollumfassendes internes Kontrollsystem (IKS) einbezogen werden. Zudem verfügt die Dextro Group als einziges Analysehaus über ein WP-Zertifikat nach IDW PS 880, das die Richtigkeit von Methodik und Analysesoftware bestätigt.

Insofern kennt der Markt die Dextro Group überwiegend durch deren Produkte: Dextro-Stabilitätsanalyse, Plausibilitätsprüfung und Monitorings. Diese sind für Vertriebe nach Registrierung auf der Plattform www.dextro-analyse.de einzusehen.



2. Worauf sollten Vertriebe bei der Auswahl der Investments für ihre Kunden achten?

Zunächst sollten Vertriebe den Emittenten genauer unter die Lupe nehmen. Hilfreich ist hier eine aktuelle und testierte Leistungsbilanz. Zudem sollte man den Track-Record der handelnden Personen genauer betrachten. Dies ist insbesondere bei jungen Emissionshäusern, deren Leistungsbilanz noch nicht sehr aussagefähig ist, besonders wichtig.

Danach gilt es das Produkt an sich zu prüfen. Dieser Prüfprozess sollte umfangreich ausfallen und unter anderem das Investitionsobjekt, externe Einflüsse, Marktprognosen, Wertgutachten, die Prognose- und



Liquiditätsrechnung sowie rechtliche und steuerliche Fakten in der Investitionsphase, der Betriebsphase und der Desinvestitionsphase umfassen. Zudem ist eine Prüfung auf wirtschaftliche Tragfähigkeit des Konzepts durchzuführen und zu dokumentieren.

Genau diese umfangreichen Prüfprozesse können wie bereits erwähnt nach KWG §25a jedoch an ein unabhängiges Analysehaus ausgelagert werden. Dabei sollten die Vertriebe darauf achten, dass das Auslagerungsunternehmen durch Registrierung und Zertifizierung auch wirklich auslagerungsfähig ist.

Last but not least: Sollte die Analyse ein negatives Ergebnis zeigen, sollten Vertriebe dieses Investment keinesfalls an ihre Kunden verkaufen. Eigentlich sollte dies selbstverständlich sein !

3. Inwieweit profitiert der einzelne Anleger von der Umsetzung der KAGB-Vorschriften?

Die Umsetzung der Vorschriften aus dem KAGB hat für den Anleger mehrere Vorteile. So wird es in Zukunft den risikogemischten AIF und den nicht risikogemischten AIF geben. Bei letzterem ist die Mindestbeteiligungssumme deutlich höher. So soll verhindert werden, dass Kleinanleger in solche Alternativen Investmentfonds investieren, die keine Risikostreuung haben.

Auch die Begrenzung des Fremdkapitals dürfte grundsätzlich zu mehr Sicherheit der Fondskonstruktion führen.

Darüber hinaus regelt das KAGB bestimmte Kontrollmechanismen. So müssen Risikomanagementsysteme, Liquiditätsmanagementsysteme und Bewertungssysteme vorgehalten werden, ohne die keine Zulassung der BaFin erfolgt. Nach meiner Meinung wird damit das Sicherheitsnetz für Anleger verstärkt.

Auch während der Laufzeit des AIF gibt es aus Anlegersicht positive Änderungen. So ist der Emittent verpflichtet eine Verwahrstelle zu engagieren, die gesetzlichen Kontrollpflichten unterliegt und Haftung trägt. Die Themen Information und Berichtsvorgaben werden nicht nur im Umfang, sondern auch in der zeitlichen Taktung steigen und auf diese Weise eine ganz neue Transparenz schaffen.

4. Wie schätzen Sie die Marktentwicklung für das kommende Jahr ein?

Das kommende Jahr wird für die Branche in jedem Falle ein Meilenstein sein. Durch die Regulierung schließen die Alternativen Investmentfonds auf und werden sich auf Augenhöhe mit anderen Kapitalanlagen befinden. Aktuell sind viele Emissionshäuser noch mit dem KVG - Zulassungsprozess beschäftigt, bereiten aber hinter den Kulissen bereits interessante AIFM-konforme Produkte in verschiedensten Asset-Klassen vor. Ich rechne damit, dass wir diese Produkte ab dem 2. Quartal sehen werden.

Es bleibt zudem abzuwarten, ob tatsächlich alle Emittenten, die sich um eine Zulassung als KVG bemühen, diese auch bekommen und behalten. Bei Unregelmäßigkeiten kann die BaFin jederzeit und schnell durchgreifen und eine einmal erfolgte Zulassung auch wieder zurücknehmen.

Insgesamt wird sich die Regulierung positiv auf die Marktentwicklung auswirken, da die bereits angesprochenen Vorschriften aus dem KAGB und die damit verbundenen Sicherheitsnetze für Anleger langfristig verloren gegangenes Anlegervertrauen zurückgewinnen können. In der auf absehbare Zeit anhaltenden Niedrigzinsphase wird das Thema Sachwert in einem regulierten Umfeld von den Emittenten besser transportiert werden können, was sich letztlich in wieder steigenden Platzierungszahlen niederschlagen wird.

5. Was plant die Dextro Group für 2014?

Die Dextro Group plant für 2014 einen stetigen Ausbau der Marktpräsenz. Ziel ist es, alle wesentlichen Produkte im Bereich Alternativer Investmentfonds zu analysieren, um so Banken, Vertrieben und auch Anlegern eine Entscheidungshilfe im Prüf- bzw. Anlageprozess zu geben. Außerdem steht das Thema Haftungsminimierung durch belastbare Plausibilitätsprüfungen weiterhin im Fokus. Mit dem Thema Monitoring wollen wir Unterstützung liefern im After-Sales-Service, wovon schlussendlich auch der Anleger profitiert. Aufgrund verstärkter Nachfrage werden wir in 2014 das Unternehmensrating als neues Produkt in unseren Dienstleistungskatalog aufnehmen.

EU-Kommission erlässt neue Regeln zur Abgrenzung von offenen und geschlossenen AIF

Die Europäische Kommission hat am 20. Dezember 2013 eine Verordnung zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds veröffentlicht. Mit dieser Verordnung wird nunmehr eine verbindliche europarechtliche Grundlage für die fundamentale Abgrenzung von offenen und geschlossenen AIF vorgegeben. Weil die bestehende Abgrenzung im KAGB mit den neuen Vorgaben der Verordnung nicht vereinbar ist, muss sie durch ein noch ausstehendes Änderungsgesetz angepasst werden.

Die Einordnung als offener bzw. geschlossener AIF ist mit weitreichenden Rechtsfolgen verbunden: So gelten abhängig vom Typ des AIF unterschiedliche Anforderungen hinsichtlich der zulässigen Vermögensgegenstände oder der Anwendung des Grundsatzes der Risikomischung, auch können inländische offene Publikumsfonds nicht in der Rechtsform der Investmentkommanditgesellschaft aufgelegt werden. Zudem vermitteln die Übergangsvorschriften des

§ 353 Absatz 1 und Absatz 3 KAGB nur geschlossenen AIF einen umfassenden Bestandsschutz.

Abgrenzung offene/geschlossene AIF

Nach der Verordnung vom 20. Dezember 2013 sind solche AIF als offen zu betrachten, deren „Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF und nach den Verfahren und mit der Häufigkeit, die in den Vertragsbedingungen oder der Satzung, dem Prospekt oder den Emissionsunterlagen festgelegt sind, zurückgekauft oder zurückgenommen werden“.

Für diese Einordnung unberücksichtigt bleiben sollen lediglich Kapitalherabsetzungen des AIF im Zusammenhang mit Ausschüttungen. Auch ist explizit geregelt, dass die Möglichkeit zur Veräußerung von AIF-Anteilen auf dem Sekundärmarkt für die Abgrenzung unbeachtlich sein soll.



Nunmehr sollen also AIF, die vor ihrer Abwicklungsphase Rückkauf- oder Rücknahmerechte vorsehen, als offene AIF gelten - und zwar im Unterschied zur bestehenden Regelung im KAGB unabhängig davon, ob diese Rechte mindestens einmal pro Jahr ausgeübt werden können oder nicht. Insoweit entspricht dies dem Vorschlag der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) vom August 2013.

Definition von „Rücknahmerechten“

Ebenso wenig wie im ESMA-Entwurf werden in der verabschiedeten Verordnung Aussagen darüber getroffen, welche Rechte eines AIF-Anteilnehmers als Rückkauf- bzw. Rücknahmerechte zu qualifizieren sind. Als wahrscheinlich gilt, dass ordentliche Kündigungsrechte solche Rücknahmerechte darstellen, wohingegen außerordentliche Kündigungsrechte, gesetzliche Widerrufsrechte und gesellschaftsvertragliche Ausschlussstatbestände wohl nicht erfasst sind.

Bestandsschutz - Probleme für „Kurzläufer“

Die verabschiedete Verordnung weicht jedoch im Hinblick auf die Behandlung von „Altfonds“ erheblich von dem Entwurf der ESMA ab:

Der ESMA-Entwurf sah noch vor, dass im Hinblick auf die Bestandsschutzvorschriften nach Artikel 61 Absatz 3 und 4 der AIFM-Richtlinie die Einordnung als „offen“ bzw. „geschlossen“ für Altfonds nach dem jeweiligen nationalen Recht erfolgen sollte, das zum Zeitpunkt der Fondsaufgabe anwendbar war.

Diese von der ESMA vorgeschlagene Regelung wurde von der Kommission jedoch nicht übernommen. Vielmehr findet sich in der Verordnung vom 20. Dezember 2013 ein vollkommen neuer Ansatz:

Im Sinne der Bestandsschutzvorschriften der Artikel 61 Absätze 3 und 4 der AIFM-Richtlinie gilt ein AIF nun als geschlossen, wenn „dessen Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase erst nach einer Wartezeit von mindestens fünf Jahren, während der Rücknahmerechte nicht ausgeübt werden können, auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF zurückgenommen oder zurückgekauft werden“.

Dies bedeutet, dass vor dem 22. Juli aufgelegte Altfonds regelmäßig nur noch dann als geschlossene AIF angesehen

werden und damit die Bestandsschutzvorschriften in Anspruch nehmen können, wenn sie eine mindestens fünf Jahre lange Haltefrist vorsehen. Damit fallen AIF, die dem Wortlaut des heutigen § 353 Absatz 1 oder Absatz 3 KAGB zufolge vollen Bestandsschutz genießen würden, nach den neuen Vorgaben vermutlich wieder aus dem Bestandsschutz heraus, wenn sie als „Kurzläufer“ konzipiert wurden, bei denen die Anleger vor Ablauf der Fünfjahresfrist die Beteiligung kündigen können.

Eine solche „Umqualifizierung“ in einen nicht dem Bestandsschutz unterliegenden offenen AIF würde erhebliche Konsequenzen nach sich ziehen: der nunmehr offene AIF müsste nicht nur eine KVG sowie eine Verwahrstelle beauftragen, zudem dürfte er als Publikumsfonds nicht länger als Kommanditgesellschaft organisiert sein, da diese Rechtsform für inländische offene Publikums-AIF unzulässig ist.

Ausblick

Sobald abschließend geklärt ist, wie der Begriff der „Rücknahmerechte“ im Sinne der Verordnung ausgelegt werden muss, wird für Verwalter von Kurzläuferfonds wohl vielfach akuter Handlungsbedarf bestehen. Um den Bestandsschutz weiter zu gewährleisten, müssten die betroffenen Verwalter sicherstellen, dass die fünfjährige Mindesthaltefrist nachträglich vereinbart wird. Sollte eine solche Neustrukturierung im konkreten Fall nicht möglich sein, könnten die Verwalter wegen der drohenden Umqualifizierung in offene AIF zu einer vorzeitigen Fondsabwicklung gezwungen sein.

Angesichts der weitreichenden Neuerungen und der verbleibenden Unsicherheiten besteht dringender Klärungsbedarf, welche Rechte als Rücknahmerechte im Sinne der Verordnung vom 20. Dezember 2013 anzusehen sind.

Dr. Dietrich Wagner
Sebastian Schüßler

Rechtsanwalt
Rechtsanwalt

Rödl & Partner
Rödl & Partner

Interview mit Botho v. Hülsen, Managing Partner pvh debt capital advisory GmbH



1. Warum werden Anleihen immer öfter als Refinanzierungsinstrument genutzt?

Für die Gesellschafter des emittierenden Unternehmens ist es häufig maßgebend, dass ihre Beteiligungen durch ein Finanzierungsmittel nicht verwässert werden und die Stimmrechtsstruktur unverändert bleibt. Dem emittierenden Unternehmen erlaubt eine Anleihe, sich ein Stück weit bankenunabhängig zu finanzieren. Außerdem kann er die Anleihebedingungen weitgehend selbst bestimmen und bei deren Gestaltung gezielt die Besonderheiten des eigenen Unternehmens berücksichtigen. So lässt sich z.B. die Sicherheitenstruktur optimieren, die ja den Zins maßgeblich mitbestimmt. Die Emission einer Anleihe kann auch effektiv als Werbung für das Unternehmen eingesetzt werden.

2. Welche Vorteile hat die Fremdkapitalinvestition gegenüber Eigenkapitalbeteiligungen für die Anleger?

Im Rahmen einer EK-Beteiligung an einem Unternehmen übernimmt der Anleger auch sämtliche Rechte und Pflichten eines Gesellschafters. Da er aber nur eine stille Beteiligung an der Gesellschaft hat, ist er auf die Kompetenz und Erfahrung des Managements sehr stark angewiesen. Im Gegensatz dazu gibt der Anleger bei einer FK-Investition ein Darlehen, welches mit einem fixen Zins versehen ist und dessen Laufzeit wesentlich kürzer ist als bei EK-Beteiligungen. Im Falle einer Zinszahlungsverzögerung kommt es zu einem Ausfall, welcher den Investor sofort in die Lage versetzt, seinen Anteil fällig zu stellen. Ist die Anleihe dann noch börsennotiert, ist das Investment auch fungibel und besitzt einen sichtbaren Marktwert.

3. Welche Projekte bzw. Sektoren sind für Anleihen besonders geeignet?

Vor allem Projekte und Besicherungsgegenstände, die bereits vorhanden sind und eindeutig definiert werden können, bieten sich an, um über eine Anleihe finanziert zu werden. Sektoren, für die eine Anleihen-Finanzierung geeignet ist, sind z.B.: Erneuerbare Energie, Real Estate and Transportation. Wenn das Zielinvestment noch nicht feststeht,

werden blindpool-Aufschläge beim Zins und -Abschläge in der Ratingnote getätigt. Bei den Sektoren sind diejenigen herauszuheben, welche möglichst unabhängig von externen Faktoren agieren können. Je höher die Abhängigkeit ist, z.B. von Fördergeldern, umso höher ist das Risiko, dass über die Laufzeit neue rechtliche Regelungen eintreten, die zum Teil auch rückwirkend gelten. Dadurch kann es zu Ausfällen bei den Zinszahlungen kommen.

4. Was macht eine Anleihe attraktiv?

Der Investor wird regelmäßig auf den „track record“ des emittierenden Unternehmens und seines Managements sowie gegebenenfalls auf die „story“ des geplanten Vorhabens achten - beides sollte erfolgsversprechend sein. Hat eine am Markt angebotene Anleihe grundsätzliches Interesse geweckt, spielt ein fundiertes Rating eine große Rolle. Je nach Bekanntheit des Emittenten und seiner wirtschaftlichen Lage sollte auch das Sicherheitenkonzept ausgestaltet sein, um Vertrauen zu schaffen. Schließlich muss die Anleihe von ihren Chancen und Risiken ins Portfolio des Investors passen, was aber der Emittent nur teilweise beeinflussen kann.

5. Welche Rolle spielt ein Rating?

Ein Rating ist ein Gutachten eines unabhängigen Dritten und dient der neutralen Information der Investoren. Soll die Anleihe an der Börse gehandelt werden, ist es verpflichtend. Aber auch sonst kann ein nicht vorhandenes Rating im Markt negativ wahrgenommen werden. Dabei müssen nicht notwendig die großen amerikanischen Agenturen beauftragt werden. Über die letzten Jahre haben sich neben diesen einige kleinere im Markt etabliert, welche ebenfalls unter der Regulierung der ESMA (European Securities and Markets Authority) stehen.

6. Wie wird sich der Markt der Anleihen entwickeln?

Mittelfristig wird das Volumen der bankenunabhängigen Finanzierungen in Deutschland weiter steigen. Da die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Banken



weiterhin strenger werden, ist es naheliegend, dass es für mittelständische Unternehmen schwieriger wird, klassische Finanzierungen zu erhalten. Zudem haben zunehmend mehr Unternehmen das Ziel, neben Bank und Eigenkapital weiteres Kapital aufzunehmen, um flexibler zu werden.

In den kommenden Monaten werden mit Sicherheit noch einige Emittenten zeigen müssen, ob sie alle Zinszahlungstermine problemlos halten können. Dabei wird es die eine oder andere Anleihe geben, welche Schwierigkeiten bekommen wird, da seinerzeit bei der Strukturierung noch zu wenig Wert auf ein tragfähiges Sicherheitskonzept gelegt wurde. So sind zum Beispiel zum Teil keine Liquiditätspuffer vorhanden, welche einen Zahlungseingangs ausgleichen könnten.

Für die nächsten Monate wird es wichtig sein, die Phase der ersten Glücksritter im Bereich der Mittelstandsanleihen weiterhin durch solide strukturierte Konstrukte abzulösen, um so den Markt nachhaltig zu festigen und dafür zu sorgen, dass weniger Negativschlagzeilen produziert werden.

7. Wie kann sich ein kleines Beratungsunternehmen wie die pvh debt capital advisory GmbH in diesem Markt positionieren?

Die Gründer von pvh sind ehemalige Mitarbeiter einer Ratingagentur und daher langjährig mit dem Thema Structuring und Rating vertraut. Somit ist pvh in der Lage als Katalysator und Puffer zwischen den beteiligten Parteien zu dienen und in gewisser Form zu dolmetschen. Für viele Emittenten ist das Begeben einer Anleihe Neuland. Darüber hinaus fehlt häufig im Unternehmen die benötigte Manpower, um sich neben dem Alltagsgeschäft noch mit einer Anleihe zu beschäftigen. Auch die steigenden Anforderungen von Seiten der Ratingagenturen führen dazu, dass der Prozess zum Erhalt einer Ratingnote für ein strukturiertes Produkt sehr viel umfangreicher geworden ist. Über die zurückliegenden 12 Monate haben die entscheidenden Agenturen ihre Methodiken nachgeschärft und den aktuellen Marktgegebenheiten angepasst. In diesem Umfeld ist es sowohl für das emittierende Unternehmen, als auch für die strukturierende Investmentbank von Vorteil, einen Partner an seiner Seite zu haben, der sich im Bereich der Ratings aus eigener Erfahrung auskennt. Weiterhin wird das Management des emittierenden Unternehmens intensiv auf den Rating-Prozess und seine Besonderheiten vorbereitet, so dass es nicht zu Überraschungsmomenten kommt, welche sich eventuell negativ im Ergebnis niederschlagen.

Zur Person:

Botho v. Hülsen (Jahrgang 1977) studierte bis 2005 Architektur an den Technischen Universitäten Stuttgart und Wien und begann seine berufliche Laufbahn als Projektleiter im Bereich Baumanagement und bei einem Projektentwickler in Frankfurt am Main.

2007 wechselte er zu einem Asset Manager in den Bereich Transaktionsmanagement und betreute dort Immobilientransaktionen aus den Segmenten Büro, Logistik und Wohnen. Für zwei internationale Private Equity-Fonds setzte er in diesem Zusammenhang zwei Joint-Ventures um und strukturierte den Objektan- und -verkauf.

Ab 2009 beriet Botho v. Hülsen freiberuflich institutionelle Investoren im Bereich Potentialanalysen internationaler Portfolios sowie beim Erstellen von Businessplänen und Asset Management-Zielen.

Für die Scope Gruppe war er seit 2010 tätig. Sein Engagement für das Unternehmen umfasste sowohl das Aufstellen der Bewertungsmethodiken, als auch die Strukturierung des Bereiches Portfoliostresstest. Ab 2012 war Botho v. Hülsen Lead Analyst im Bereich Credit Rating und verantwortet die Erstellung der Ratings von Anleihen und alternativen Finanzierungsprodukten.

2013 gründete er die pvh debt capital advisory GmbH mit dem Ziel unabhängige und qualitativ hochwertige Beratung im Bereich der Fremdkapitalprodukte anzubieten.

Zum Unternehmen:

Die pvh debt capital advisory GmbH wurde von Botho von Hülsen im Jahr 2013 gegründet.

Die langjährige Erfahrung der Geschäftsführung in der Finanz- und Ratingbranche hat gezeigt, dass sektorenübergreifend großer Bedarf an alternativen, bankenunabhängigen Finanzierungsmöglichkeiten besteht.

Um den Finanzierungsbedarf von mittelständischen Unternehmen mit Hilfe des Kapitalmarktes abzudecken, muss ein individuell auf deren Bedürfnisse maßgeschneidertes Konzept entwickelt werden. Die Unterstützung dabei hat das Unternehmen sich zur zentralen Aufgabe gemacht.



The Future of Money: A Matter of Functions Four, a Medium, a Measure, a Standard, a Store!

by Reggie Middleton, boombustblog.com

So, what is money? According to Wikipedia:

Money is any object or record that is generally accepted as payment for goods and services and repayment of debts in a given socio-economic context or country. The main functions of money are distinguished as: a medium of exchange; a unit of account; a store of value; and, occasionally in the past, a standard of deferred payment. Any kind of object or secure verifiable record that fulfills these functions can be considered money.

When currency is stable, money can serve all four of the functions above. Things get trickier when currencies are not stable. If we were all to be honest with ourselves, we'd have to query, "What fiat currency is truly stable over time?".

When unstable currencies or engineered forms of financial capital are brought into play the fourth aspect of defined money (and the least addressed) gains significantly in importance. Here we must differentiate and distinguish between true capital (economic capital) which comprises physical goods that explicitly and directly assist in the production of other goods and services, e.g. hammers for carpenters, paintbrushes for painters, wrenches for plumbers, tooling for factories, etc., and financial capital. Financial capital is funds provided by lenders and/or investors to businesses and entrepreneurs to purchase economic capital (ie .equipment) for producing real goods and services.

To explain why the 4th aspect of money's definition is important, yet often and in my opinion purposely ignored, let's examine the three concepts of capital maintenance in terms of International Financial Reporting Standards (IFRS): (1) Physical capital maintenance (2) Financial capital maintenance in nominal monetary units (3) Financial capital maintenance in units of constant purchasing power.

Physical (economic) capital - We have covered already.



Financial capital in monetary units is best described as basic accounting. It's how most financial reporting is done in the states (and in Europe). It fails to take into consideration the constant destruction of value of the fiat currencies, an aspect of the definition of money that is a foundation of money itself!

Financial capital measured in constant purchasing power - something that effectively never happens. It is the "Real" value of money, adjusted for destructive aspects, ex. inflation, particularly purposeful inflation brought upon by a banking system that attempts to adjust and control the prices of goods and services for its own end (as opposed to the end that will benefit the masses) through the artificial manipulation of the value of the means of exchange, the currency.

Financial capital is provided by lenders for a price, commonly known as interest. This price to attain financial capital is not the only cost though, for the price of the financial capital provided by lenders through things such as debt does not take into account the cost of currency maintenance destruction, or the purposeful manipulation of the currency value by the lender or lending system to which the lender belongs to further its own means. This is why the prudent may wish to identify a single standard of deferred payment to avoid purposeful manipulation (otherwise known as cheating) by transacting in a denominator of debt that the participant believes to be dropping in value, ie. fiat currency!

Relation to debt-based society

A debt in any form is essentially a deferred payment. The fourth definition of money, standard of deferred payment, is usually what the debts are denominated in. The value of any and all money - including the most liquid and deep, ex. dollars or euros,

or the oldest and revered, ex. gold and silver, or the newest and least understood, Bitcoin and cryptocurrencies - may fluctuate over time via inflation and deflation and often through direct manipulation and unforeseen results that stem from the same. The value of deferred payments (the real level of debt) likewise fluctuates.

Money, as Leading Economists Such As Paul Krugman Appear To Know It, Is Obsolete - There's a New Sheriff In Town

The definitions of money mentioned above are predicated upon the assumption that money must be dumb! What I mean by this is that money was defined in a time when the store of value was an inanimate object designed to represent a simple binary concept of buy or sell, that had no abilities other than to look or appear as if it had the value believably bestowed upon it by society - or at least two of the participants in a particular transaction. What if money in this digital day and age was smart? What if money was able to do things besides just sit there and be called money?

Here's an example...

Historically, and up until now, deferred payment was/is based on enforceability of debts and rule of law. The rule of law, particularly engagement within the legal system is destructively expensive, time consuming and essentially the antithesis of friction free commerce, ex. Capitalism. The rule of law is generally not relied upon when debts are unlikely to be collectable. For illegal transactions, or for low or zero trust transactions, gold or diamonds may be preferred as the medium of exchange and in those circumstances there is no recourse in case of counterfeit currency (bogus, bank peddled Mortgage Backed Securities, fake US dollars, etc.) is being used. - and there is rarely any deferral of payment: if there is, it will most likely be stated in dollars - which brings us back to where we started.

What if currency was smart enough to act upon a predetermined set of parameters, even after being released to the payee? What if trust never had to be a factor in negotiation to payment, even in a negative trust environment? What if the highly inefficient legal system could be wholly avoided in the risk/reward calculation of a monetary transaction? Would the existence of this possibility, in essence, demand a 5th definition for money - intelligence and/or malleability? You see, the cryptographic digital currencies are smart as compared to the dumb dollar or euro, or yen or yuan! It is this intelligent ability to control money during a transaction and even post transaction, the ability to instruct money to disburse itself only open mutual agreement

by all parties present, that appears to elude the prominent MSM economists of today.

Furthermore, dumb money as purely fiat is truly without physical value or utility value as a physical or digital commodity. It derives its value by being declared by a government to be legal tender; that is, it must be accepted as a form of payment within the boundaries of the country, for all debts, public and private - including taxes, where in the US, it is the only currency accepted. Laws in place such as these essentially imbue fiat money with the value of any of the goods and services that it may be traded for within the nation that issues it. The fact remains though, the value of fiat money is held in belief and belief only, enforced by the whims of government. With this being the case, there is no true utility argument to be made for fiat currencies, including the USD.

Digital cryptocurrencies such as Bitcoin, however, have an implicit edge on the fiat currencies in that its utility (or use value) is dramatically leveraged as compared to fiat because it comes part and parcel with its own, virtually unassailable transmission system. In essence, this means that if Bitcoin, the USD and the EUR were cars, BTC would be the only one that comes with its own international roads open 24/7 that were able to bypass all of the toll roads and bridges, everywhere there was an Internet connection - not to mention power itself with a virtual fuel that was limitless and had no costs. Now, if one were to think of it, such an aspect is so valuable and useful (as in utilitarian) that not only does it qualify for significant use value, but in the very near future one could wonder how the world ever got along without it. Does this mean that a sixth aspect of the definition of money needs to be added - autonomous transferability!

This is why I say there's a new sheriff in town and the old schoolers whose eyes are not yet open should recognize that the future of money is here!

According to famed economist and NY Times pundit Paul Krugman, "To be successful, money must be both a medium of exchange and a reasonably stable store of value. And it remains completely unclear why BitCoin should be a stable store of value."

I counter these widely believed assumptions with the fact that the USD, the world's reserve currency, has not been a stable store of value. As a matter of fact, from its underpinnings and throughout its history, the dollar has consistently lost its value over time to inflation. Thus, as per Krugman, the USD is not successful!



Das Unternehmen Financial Datasoft GmbH & Co. KG wurde im Jahr 2004 durch den Finanzkaufmann und Vertriebsprofi Hubertus Blei gegründet und wird bis heute durch ihn als geschäftsführenden Gesellschafter geleitet. Grund für die Gründung des Unternehmens war die Zielsetzung, die bereits seit dem Jahr 2002 für seine eigenen Vertriebsunternehmen und deren Kunden entwickelte INVESTOR-DATABASE[®] Fondsdatenbank und Depotverwaltung professionell weiter zu entwickeln, zu vermarkten und einem breiten Publikum, insbesondere privaten Kapitalanlegern und Investoren im Bereich geschlossener Sachwertfonds, zur Verfügung zu stellen. Bei der Financial Datasoft GmbH & Co. KG handelt es sich um ein Softwareunternehmen, welches ausschließlich im Bereich Internet-, Software- und Datenbankentwicklung tätig ist. Privatanleger haben die Möglichkeit, die INVESTOR-DATABASE[®] für ihre private und individuelle Informationsbeschaffung im Bereich geschlossener Sachwertfonds sowie zur Verwaltung ihrer gezeichneten Fondsbeteiligungen - Vermittler und Initiatoren unabhängig - zu nutzen. Diese Möglichkeit der Informationsbeschaffung und gleichzeitigen Verwaltung gezeichneter geschlossener Sachwertbeteiligungen für Privatanleger ist am deutschen Markt einzigartig.

Die INVESTOR-DATABASE[®] Fondsdatenbank setzt im Bereich geschlossene Sachwertfonds Maßstäbe im Hinblick auf Informationsvielfalt, Übersichtlichkeit und Anwendernutzen. Es werden sämtliche Anlagebereiche im Markt der geschlossenen Sachwertfonds abgebildet.



Gesamt-Übersicht nahezu aller zur Platzierung stehender Sachwert-Fondsbeteiligungen in den unterschiedlichen Beteiligungsbereichen

Detail-Übersichten der aktuellen Fondsbeteiligungen, klassifiziert nach Anlagebereichen, Beteiligungstypen, Ländern sowie Initiatoren - mit Angabe wichtiger Kennzahlen

Detail-Fondsdatenblatt zu jeder aktuellen Fondsbeteiligung mit Angabe der Vertragspartner, Kennzahlen und Prognosedaten. Bereitstellung von PDF-Dateien für sämtliche verfügbare Prospekt- und Beitrittsunterlagen,

Vermögensanlage-Informations-Blatt sowie Ratings- und Bewertungen zum jeweiligen Angebot und Initiator

Einzigartige Depotverwaltung für geschlossene Sachwertfonds als unverzichtbares Servicetool zur Verwaltung und Betreuung von Sachwert-Fonds bzw. Fondsportfolios

Gegenüberstellung der Soll/Ist Ergebnisse, d.h. der prospektierten mit den Ist-Werten in Bezug auf die steuerlichen Ergebnisse, Auszahlungen, Tilgungsstände, Liquidität usw. im jeweiligen Fonds



Einfache Möglichkeit der Aufnahme und Ergänzung von vorhandenen Bestandsfonds in das Fondsdepot, ohne zusätzliche Kosten oder Aufwand für den Nutzer (Privat-Anleger)

Die Eröffnung eines Fondsdepots, die Einpflege von Fonds, die Datenbereitstellung und Datenaktualisierung der Fondsbeteiligungen wird komplett von der Financial Datasoft GmbH & Co. KG realisiert. Der Nutzer benötigt und erhält ausschließlich eine Leseberechtigung und findet sein Fondsdepot immer auf dem neuesten Stand.

Detaillierte Informationen und Zugangsmöglichkeiten zur Fondsdatenbank finden Sie unter:

www.investor-database.de / www.fondsdatenbank.de