LEITER bAV | PENSIONS INDUSTRIES | ALTERNATIVES INDUSTRIES

TACTICAL ADVANTAGE

Das Magazin für die imperativen Fragen
des zeitgenössischen deutschen
Pensionswesens und der Private Markets

Volume 14
7/2024

EURO 50,00

#uebermorgen

Bastian Konle,
Senior Produktmanager
Alternative Investments
bei Union Investment

Transformation gestalten

Die Digitalisierung ist einer der großen Megatrends der wirtschaftlichen Transformation. Wir unterstützen institutionelle Investoren dabei, gezielt Ressourcen für den Ausbau der digitalen Infrastruktur zu mobilisieren und die Zukunft nachhaltig zu gestalten.

Erfahren Sie mehr unter
www.nachhaltigekapitalanlagen.de

Wir arbeiten für Ihr Investment

Greenwich Quality Leader 2023

Kontakt: Union Investment Institutional GmbH, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main,
Telefon 069 2567-7652. Bei dieser Anzeige handelt es sich um Werbung.

Union Investment

EDITORIAL

LIEBE LESERIN, LIEBER LESER!

Hier und heute liegt sie vor Ihnen, die ***Tactical Advantage*, Volume 14**. Erschienen im Jahre drei des Krieges im Osten und des schnellen Zinsanstieges weltweit. Und bei beiden Themen sieht es zum Redaktionsschluss aus nach higher for longer, zumindest im Grundsätzlichen.

Bei dem ersten ist das schlecht. Bei dem zweiten kann man geteilter Meinung sein.

Und noch spielt das zweite eine größere Rolle für unser Parkett als das erste. Noch. Denn das erste hat nun mit Gaza einen Zwilling an der Seite. Mögen beide so schnell wie möglich verscheiden.

Das zweite, der Zins, hat alle Asset-Klassen ordentlich durchgeschüttelt und alle Karten neu gemischt. Die Ambivalenz an den Märkten ist jeden Tag greifbar, in praktisch allen Segmenten, das spüren nicht nur institutionelle, sondern selbst Privatanleger.

Besonders im Fokus: die Private Markets. Alternatives kletterten seit Jahren die Agenda institutioneller Investoren hoch, von denen sich viele in die Komplexität einarbeiteten und Kompetenzen aufbauten.

Und jetzt, wo Fixed Income wieder auskömmlich ist? Alles für die sprichwörtliche Katz?

Nein, keinesfalls. Von einem »Perpetuum mobile« (siehe den Beitrag von **DETLEF MACKEWICZ** zu Private Equity in diesem Heft), das man zuweilen zu beobachten glaubte, kann zwar keine Rede mehr sein. Doch die Investoren machen nicht den Fehler, sich von dem weiter sehr attraktiven Segment nun wieder schnell zurückzuziehen, im Gegenteil. Und genau wegen dieser Ambivalenz nehmen Alternatives in diesem Heft breiten Raum ein: Neben dem erwähnten Beitrag stellt **CHRISTIAN MEHLINGER**, Pensions-Chef der **DHL Group**, gleich sechs Asset Manager in Sachen Private Debt auf eine kleine Probe, und Custody-Experte **CLEMENS SCHUERHOFF** widmet sich einem sehr technischen Thema: der Verwahrung von Private Assets mit ihren ganz eigenen Herausforderungen.

Das Pensionswesen »an sich« kommt aber nicht zu kurz: In den Räumen des **PSV** in Köln haben wir mit echten Experten das Thema »Rentnergesellschaft« ausdiskutiert, und außerdem würdigen wir einen Akteur, der sich seit einem Vierteljahrhundert um die bAV verdient macht.

Schließlich in eigener Sache nochmal zu den Private Markets: Kurz vor Erscheinen dieses Heftes hat die Online-Plattform PENSIONS●**INDUSTRIES** ein kleines Schwesterchen bekommen: ALTERNATIVES●**INDUSTRIES**. Jeder, der Berührungen mit den Private Markets hat, melde sich gern bei dem Newsletter an. Der Herausgeber dankt ausdrücklich für jede Unterstützung bei der Aufzucht der Kleinen.

Jetzt kommt erstmal der Sommer – hoffentlich. Der Herausgeber wiederholt sein Mantra: Europa muss dringend einen Weg zum Frieden finden. Denn: Ohne Frieden wird Europa kein einziger Schritt heraus gelingen aus seiner Multi-Problemlage. Deutschland schon gar nicht.

Es grüßt in die Republik
Pascal Bazzazi

PASCAL BAZZAZI
Chefredakteur und
Herausgeber **LEITER**bAV
PENSIONS●**INDUSTRIES**
ALTERNATIVES●**INDUSTRIES**
TACTICAL ADVANTAGE

»Der Herausgeber dankt für jede Unterstützung bei der Aufzucht der Kleinen.«

INHALT VOL 14 | JULI 2024

TALKING HEADS

06 DIE RENTNERGESELLSCHAFT ZWISCHEN THEORIE UND PRAXIS: EWIGES TALENT ODER SHOOTING STAR? NACHHALTIGKEIT VERSUS ENTHAFTUNGSMASCHINE?

Quo vadis, Rentnergesellschaft? Stagniert die De-Risking-Lösung? Oder ist sie bereits dabei, sich in der Praxis zu etablieren? Darüber spricht **SUSANNE JUNGBLUT** mit **BENEDIKT KÖSTER**, **TORSTEN WEISSMEIER**, **JOHANNES HEINIZ**, **CHRISTIAN V. BUDDENBROCK** und **RENÉ DÖRING** – über Bewegung im Markt, Publizitätsscheu, Ausstattung, Nachhaftung, Mindestanforderungen, Regulierung ... und: warum Befindlichkeit kein Parameter ist und der Pensionsfonds Fans hat.

INSIDE IORP

42 FELIX HELVETIA ...

Die Schweiz ist als Land gut aufgestellt, und so ist sie es in ihrer Altersvorsorge. Der Gründe gibt es viele, aber die Solidität der Schweizer Pensionskassen spiegelt sich ein wenig auch in ihrem Engagement auf den Private Markets wider. Höhere Renditen also (auch) dank Private Equity? **DETLEF MACKEWICZ** blickt auf das Nachbarland, aber auch auf die Asset-Klasse ganz grundsätzlich – die von dem schnellen Zinsanstieg genauso durchgeschüttelt wurde wie praktisch alle anderen auch.

INSIDE INDUSTRY

52 VERWAHRUNG STATT VERWIRRUNG ...

... in der Verwahrung von Nicht-Verwahrfähigem: Assets der Private Markets sind ab 2009 ins Visier der Allokationen institutioneller Investoren geraten – aufgrund von Renditedruck und mangels Alternativen. Vieles wird im Fondsmantel gehalten, sei es unter deutscher oder luxemburgischer Jurisdiktion. Dabei ist die Verwahrung der jeweilig im Fonds gehaltenen Vermögensgegenstände eine zentrale Aufgabe – was den Fokus auf die entsprechenden Verwahrstellen wirft. **CLEMENS SCHUERHOFF** widmet sich diesen.

DIE FRAGE DES INVESTORS

64 QUO VADIS, PRIVATE DEBT?!

CHRISTIAN MEHLINGER, Pensions-Chef der DHL Group, fragt nach dem Vergleich zu liquidem High Yield, regionalen und sektoralen Präferenzen, möglichen Vorteilen des Direct Lending und der Rolle von Co-Investments und Secondaries. Die Antworten kommen aus den Häusern Ninety One, Crestline, Invesco, Berenberg, Sienna und StepStone.

MENSCHEN TO MENTION

72 KLAUS STIEFERMANN – 25 JAHRE SIND KEIN TAG

Wer ein Vierteljahrhundert an vorderster Front steht, den darf man wohl als echten Kenner bezeichnen. **DETLEF POHL** traf den aba-Geschäftsführer im Berliner Betahaus, unweit des Verbandsbüros in Berlin-Mitte: über alte Netzwerke, die bis heute intakt sind, über Erfolge, die Verhindern heißen, über das, was derzeit keine guten Karten hat, er aber noch erreichen will – und dass er dieses Gedöns hier eigentlich gar nicht mag ...

INSIDE INDUSTRY:

VERWAHRUNG STATT VERWIRRUNG ...

... in der Verwahrung von Nicht-Verwahrfähigem: Assets der Private Markets sind im Zuge des Niedrigzinses ab 2009 stark ins Visier der Allokationen institutioneller Investoren geraten – geradezu zwangsläufig aufgrund von Renditedruck und mangels Alternativen. Viele Segmente und Themen der Alternatives werden im Fondsmantel gehalten, sei es unter deutscher oder luxemburgischer Jurisdiktion. Dabei ist die Verwahrung der jeweilig im Fonds gehaltenen Vermögensgegenstände eine zentrale Aufgabe – was den Fokus auf die entsprechenden Verwahrstellen wirft. CLEMENS SCHUERHOFF widmet sich diesen.

Zunächst zur Einordnung: Unter Assets der Private Markets verstehen wir in diesem Zusammenhang alles, was nicht im Rahmen eines öffentlichen Handels zugänglich ist. Eine allgemeingültige oder gar gesetzliche Definition gibt es nicht, doch am Markt hat sich – bei aller verbliebenen Unschärfe – das Verständnis herausgebildet, dass vor allem Real Estate, Private Equity, Infrastruktur und Loans die wesentlichen Segmente/Themen der Private Markets ausmachen.

Das gibt bereits Aufschluss über die zugrundeliegenden Assets, als da wären: Immobilien, nicht-börsennotierte Unternehmensbeteiligungen, Infra-Themen wie Windkraft, Solar, Wasserkraft oder Verkehr sowie Unternehmenskredite. Es sind individuelle Schwerte (von den Loans abgesehen), die nicht standardisiert sind und keine ISIN haben; ganz im Gegensatz zum Wertpapierbereich der Public Markets, wo Börsennotierung, Fondsadministration, Kauf- ,Verkaufs- und Settlement-Prozesse, Bewertung sowie Eigentumsnachweis sehr standardisierte und mittlerweile überwiegend effiziente Prozesse sind. Aus Sicht des Verwahrstellen- und Custody-Geschäftes handelt es sich bei dem letztgenannten Bereich um verwahrfähige Vermögensgegenstände. Nicht so die Alternatives ...

BEGRIFFLICHE UNSCHÄRFERELATION

... doch zunächst ein kurzer Exkurs zum Sprachgebrauch: Verwahrung bzw. Verwahrstelle, wenn es um Assets in Fonds geht. Custody bzw. Custodian, wenn es sich um direkt gehaltene Assets handelt. Diese Unterscheidung ist unabhängig davon, ob es sich um verwahr- oder nicht-verwahrfähige Assets handelt. Der seinerzeit etablierte Begriff »Depotbank« ist 2013 im Zuge des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) durch den (sichtlich weniger eleganten) Begriff »Verwahrstelle« ersetzt worden.

Der Begriff Verwahrung ist in Deutschland gesetzlich definiert und somit klar umrissen. Der Begriff Custody als Anglizismus ist es nicht, und nicht zuletzt dies führt zu Unschärfe.[1]

Nachfolgend konzentrieren wir uns auf das Verwahrstellengeschäft, also auf Vermögensgegenstände in Investmentfonds – und hier auf diejenigen Assets, die an sich nicht-verwahrfähig sind.

»Die Durchschau ist umso komplexer, je mehr Verpackungs- oder Vehikelkaskaden bestehen.«

Bei verwahrfähigen Vermögensgegenständen, also bei Wertpapieren, sind Investor, Kapitalverwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle ein prozessual und regulatorisch eingespieltes Team. Wichtige, beispielhafte Themengebiete sind SWIFT, STP, Verwahrkette, Modell 1 oder 2 (für die Insider unter der Leserschaft), Drei-Punkte-Erklärungen, Reporting-Standards u.v.m.

All diese Themen und Stichwörter gibt es auf den Private Markets nicht, da es sich hier um nicht-verwahrfähige Assets handelt – die ungeachtet dieses Prädikates selbstverständlich durchaus »verwahrt« werden (dazu unten mehr). Aufgrund des völlig anderen und individuellen Charakters der zugrundeliegenden Assets sind die Aufgaben und Pflichten von Verwahrstellen in der Praxis hier nicht mit denen im Wertpapierbereich vergleichbar. Eines verbindet vielleicht beide Welten: die jederzeitige Kenntnis über Charakteristika, Zugriffsmöglichkeiten und Eigentumsverhältnisse der Vermögensgegenstände.

Das war es dann auch schon an Gemeinsamkeiten. Sven Hägele, Director Business Development der DZ Privatbank, bringt es auf folgenden Punkt: »Der Schwerpunkt der Verwahrstellenfunktion im Bereich Private Markets ist die Betreuung und Überwachung von Investmentfonds, die unter anderem sogenannte alternative bzw. sonstige Vermögenswerte in ihrem Portfolio halten. Hierzu

1 Den Autor beschäftigt seit Dekaden die Frage, wie die beste deutsche Übersetzung für den Begriff »Custody« lauten könnte. »Verwahrung« kommt dem schon sehr nahe, würde aber die Unterscheidung zwischen dem Umgang mit Assets in Fonds und Assets im Direktbestand aufgeben. »In Obhut und unter Kontrolle nehmen« erscheint dem Autor semantisch passend, ist aber für den täglichen Sprachgebrauch zu sperrig. Etwas besser haben es die Briten. In Großbritannien wird unter dem Terminus »Custody« (auch »Safekeeping«) nicht weiter zwischen Fonds-Assets und Direktanlagen unterschieden. Im Falle von Fonds-Assets gibt es noch den Begriff und das Verständnis des »Depository«, was aber die reine Kontrollfunktion meint. Bei Verträgen wird jedenfalls immer zwischen einer Custody Fee und Depository Fee unterschieden.

gehören neben Unternehmensbeteiligungen wie Private Equity oder Venture Capital auch Spezialkredite, zum Beispiel Mikrofinanzkredite, Immobilien oder Infrastrukturprojekte.«

↑ Sven Hägele, Director Business Development der DZ Privatbank.

DIE BIBEL: RECHTLICHE EINORDNUNG

Investmentrechtlich können Wertpapierfonds und Private Market-Fonds bzw. alternative Investmentfonds in UCITS- versus AIF-Fonds unterschieden werden. Das funktioniert auf EU-Ebene wunderbar. In Deutschland gibt es die kleine Sonderlocke, dass Spezialfonds juristisch grundsätzlich als AIF klassifiziert werden, obwohl sie in der Regel ein gehöriges Maß an Wertpapieren in den Allokationen aufweisen. Immerhin stand der deutsche Spezialfonds (Spezial-AIF) Anfang der 2010er-Jahre auf der Kippe, als die entsprechenden Versionen der erwähnten europäischen Richtlinien in nationales Recht überführt werden mussten und diese das Konstrukt des tradierten deutschen Spezialfonds nicht kannten.

Wie dem auch sei, wir konzentrieren uns nachfolgend auf Aufgaben, Pflichten und Tagesgeschäft von Verwahrstellen bei der Verwahrung von Private Assets gemäß der eingangs getroffenen Definition.

Die europäischen Richtlinien UCITS und AIFM fanden 2013 ihre deutsche Umsetzung in dem KAGB, welches als die Bibel für das gesamte Investmentfondsgeschäft in Deutschland gilt – somit auch für die Verwahrung von Vermögensgegenständen, die von Investmentfonds gehalten werden.

HOW MUCH IS THIS?

Prämisse bei allen Vermögensgegenständen, auch bei Wertpapieren: Es können nur Assets verwahrt werden, für die ein Verkehrswert ermittelt werden kann. Das trifft auf fast alles Erdenkliche zu, auch im Sachwerte- und Private Equity-Bereich. Hinzu kommt die Tatsache, dass es sich bei allen Assets der Private Markets wie erwähnt um nicht-verwahrfähige Vermögensgegenstände handelt. Sie können nicht in Depots eingebucht werden, nehmen nicht am Girosammelverkehr teil und können der Verwahrstelle auch nicht überlassen werden. Das KAGB bleibt hinsichtlich Verwahrpflichten im skizzierten Bereich relativ unkonkret. Es wird letztlich nur auf die Eigentumsprüfung, laufende Überwachung und die Notwendigkeit von Aufzeichnungen hingewiesen.

»Da das KAGB viel Interpretationsspielraum zulässt, gilt es, diesen pragmatisch, im Sinne der Kapitalverwaltungsgesellschaften und Asset Manager anzuwenden und gleichzeitig den Anlegerschutz zu jedem Zeitpunkt zu gewährleisten. Dies gilt insbesondere in Bezug auf komplexe Transaktionsstrukturen in unterschiedlichen Asset-Klassen und Ländern«, bestätigt Julia Eickmeyer, Leiterin Relationship Management Real Assets bei Hauck Aufhäuser Lampe.

DIE ANSTALT WIRD KONKRETER

Das Verwahrstellenrundschreiben der BaFin vom November 2020 wird etwas konkreter in Bezug auf nicht-verwahrfähige Vermögensgegenstände sowie entsprechende Aufgaben und Pflichten von Verwahrstellen. Dort erfolgt der zentrale Hinweis, dass der Begriff der Verwahrung im Sinne des im KAGB getroffenen Verständnisses (§ 72 und § 81) auch die Überwachung von Bankguthaben und »sonstigen sog. nicht-verwahrfähigen Vermögensgegenständen« umfasst. Der Begriff Verwahrung wird somit im weiten Sinne für die Verwahraufgaben in Bezug auf alle Vermögensgegenstände verwandt, gleich ob verwahr- oder nicht-verwahrfähig.

Weiter weist die Anstalt darauf hin, dass Verwahrstellen in ihren Prozessen und Dokumentationen stets erkennbar zwischen verwahr- und nicht-verwahrfähigen Vermögensgegenständen unterscheiden müssen, um die Einhaltung der jeweils geltenden Pflichten sicherzustellen. Soweit so gut. Die getroffenen Vorgaben in Bezug auf nicht-verwahrfähige Vermögensgegenstände sind für UCITS- und AIF-Verwahrstellen dabei inhaltsgleich geregelt. Sprich: Sie gelten für Publikums- und Spezialfonds, also für alle, so die lapidare Übersetzung des Autors.

In dem Verwahrstellenrundschreiben wird regelmäßig auch auf die Level-II-Verordnungen der UCITS- und AIF-Richtlinien verwiesen, was natürlich Lesen und Verständnis aus einem Guss erschwert.

Kommen wir nun endlich zu den in diesen Verordnungen bzw. dem BaFin-Rundschreiben explizit aufgeführten Aufgaben und Pflichten von Verwahrstellen in Bezug auf nicht-verwahrfähige Vermögensgegenstände.

DAS PFLICHTENHEFT BEI PRIVATE MARKETS

Zentral ist zunächst stets die Prüfung, inwieweit das Investmentvermögen oder die KVG für Rechnung des Investmentvermögens, also des Fonds, Eigentum erworben hat. Das beinhaltet die Überprüfung möglicher Rechte Dritter, die an dem Vermögensgegenstand bestehen. Insbesondere bei Erwerbsgeschäften bzw. Transaktionen ist diese Überprüfung seitens der Verwahrstelle von besonderer Relevanz. Aber auch während der Haltedauer des Vermögensgegenstands sind solche Eigentums- und Belastungsprüfungen regelmäßig durchzuführen.

Verwahrstellen müssen in diesem Kontext also sehr versiert in dem Umgang mit Grundbüchern und Handelsregistern bzw. mit deren internationalen Pendants sein. Großes Automatisierungspotential gibt es in diesem Bereich nicht, vielmehr ist juristisches und fachliches Know how bezüglich der zugrundeliegenden, oft ja sehr heterogenen Vermögensgegenstände gefragt.

Als nicht-verwahrfähige Vermögensgegenstände werden explizit Edelmetalle, Darlehensforderungen, nicht-verbriefte Forderungen (zum Beispiel aus Derivaten, Wertpapierdarlehen oder Pensionsgeschäften), Schuldscheindarlehen, Anteile an geschlossenen Investmentvermögen sowie Forderungen über Zinsen, Dividenden, Quellensteuern, Provisionsvereinbarungen und Schadensersatzansprüche genannt. Anteile an ausländischen Zielinvestmentvermögen, die nach ihrem Heimatrecht nur in einem unmittelbar beim Emittenten oder einer von

↑ Julia Eickmeyer, Leiterin Relationship Management Real Assets bei Hauck Aufhäuser Lampe.

↑ Mathiaß Heiß, Geschäftsführer für die deutsche KVG der Universal Investment.

ihm beauftragten Stelle geführten Register einem Eigentümer zugeordnet werden und in dem das Investmentvermögen oder die KVG für Rechnung des Investmentvermögens als Eigentümer eingetragen sind, sind ebenfalls nicht-verwahrfähig.

Sollte die Verwahrstelle die Rechtslage hinsichtlich der Eigentumsverifikation von Private Assets nicht selbst hinreichend prüfen können, muss sie qualifizierte und von der KVG unabhängige Dritte an Bord holen, meist spezialisierte (internationale) Rechtsanwaltskanzleien. Wichtig ist in dem Zusammenhang auch noch der Hinweis, dass die KVG die Verwahrstelle bei etwaigen Transaktionen in den Informationsfluss einbeziehen muss, damit keine Zeit im Rahmen der Due Diligence und Vertragsprüfungen verschwendet wird. Das erfordert sowohl auf Seiten der KVG als auch der Verwahrstelle spezialisierte und ausreichende Ressourcen, damit Deals in einem zeitlich angemessenen Rahmen abgewickelt werden können. Das bestätigt Mathiaß Heiß: »Die Vielfalt und die Ausgestaltung der Private Assets ist eine Herausforderung, die die KVG nur gemeinsam mit der Verwahrstelle lösen kann, um dem Kunden eine reibungslose Abwicklung ermöglichen zu können.« Hierfür sei ein hohes Maß an Know-how auf beiden Seiten erforderlich sowie die sehr frühe und vollumfängliche Einbindung der Verwahrstelle in die Transaktion. »Wir binden die Verwahrstelle frühzeitig in Transaktionen ein, damit Themenstellungen sehr früh und zeitnah im Sinne des Investors gelöst werden können«, so der Geschäftsführer für die deutsche KVG der Universal Investment.

CASH IST AUCH HIER KING

Wie bereits erwähnt, wird im Zusammenhang mit der Verwahrung auch die Verwahrung der Gelder und Überwachung der Zahlungsströme verstanden. Die zu einem Investmentvermögen gehörenden Bankguthaben sind auf Sperrkonten zu buchen, die auf die KVG, eine Objekt- oder eine Verwaltungsgesellschaft lauten. Die Geldkonten müssen nicht bei der Verwahrstelle geführt werden, sondern können ebenfalls bei anderen Kreditinstituten oder geeigneten Einrichtungen geführt werden.

Der betroffenen Verwahrstelle obliegt die ggf. tägliche Kontrolle über die Zahlungsströme, um potentielle Unregelmäßigkeiten im Hinblick auf die gesetzlichen und vertraglichen Vorgaben des Investmentfonds zu identifizieren. Dabei muss die KVG ihr den uneingeschränkten Zugang zu jeglichen relevanten Informationen über extern geführte Konten verschaffen. In der Regel erfolgen signifikante Mittelbewegungen beispielsweise bei signifikanten Einzahlungen oder Desinvestitionen im Sinne des 4-Augen-Prinzips, so dass die KVG nur unter Mitwirkung der Verwahrstelle über Konten verfügen kann.

ÜBERBLICK ÜBER DEN BESTAND BEHALTEN

Eine sehr wesentliche weitere Anforderung im Zusammenhang mit der Verwahrung von Private Assets ist die Führung des Bestandsverzeichnisses für die Vermögensgegenstände. Dies muss gemäß den regulatorischen Anforderungen stets aktuell sein und den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung unterliegen.

Genossenschaftliche FinanzGruppe
Volksbanken Raiffeisenbanken

TIAM ADVISOR SERVICES
Service-KVGs
Gesamtwertung
Sehr gut
TiAM 04/2023;
bewertet: 12 Anbieter
IPConcept

STABILER PARTNER FÜR VOLLEN FONDSSERVICE.
SO GEHT ASSET SERVICING!

» Service-Kapitalverwaltungsgesellschaft
» Verwahrstelle
» Full-Service in Deutschland, Luxemburg und Schweiz

IPConcept
DZ PRIVATBANK

Derivatekontrakte unterliegen ebenfalls der Pflicht der Eigentumsverifikation und Bestandskontrolle selbst dann, wenn eine Saldierungs- bzw. Netting-Vereinbarung besteht. Für die Bestandsführung kommen konventionelle Lösungen oder eigene Datenbanklösungen in der Praxis zum Einsatz, aber auch spezialisierte Programme bzw. Anwendungen von IT-Vendoren. »Das Asset Servicing von Private Markets-Fonds erfordert neben einem umfangreichen Know how der Asset-Klassen dedizierte IT-Plattformen, die die Besonderheiten wie zum Beispiel Kapitalzusagen und -abrufe oder die Administration und Bewertung von Loans abbilden können«, lautet die Einschätzung von Kurt Zeimers, Manager Client Line Asset Managers der BNP Paribas Securities Services. Aufgrund der Vielzahl von Themen, Vermögensgegenständen, entsprechenden Parametern sowie Zugriffsrechten kommen Standard-Tools schnell an ihre Grenzen. Natürlich spielen auch hier wieder die zugrunde liegenden Vermögensgegenstände eine Rolle, da es einen erheblichen Unterschied macht, ob es sich um Immobilien/Infrastruktur, Unternehmensbeteiligungen, Verbriefungen oder andere Zielfonds handelt.

In der Praxis gibt es nach Kenntnis des Autors auch keine allumfassende IT-Lösung bzw. Software, die die heterogenen Vermögensgegenstände bzw. Assets abbildet. Die im Einsatz befindlichen Systeme rangieren von MS-Office-Produkten wie Excel oder Access über die üblichen Bestandshaltungssysteme wie beispielsweise Simcorp- oder Profidata-Produkte bis zu spezialisierten IT-Lösungen wie eFront von BlackRock oder Yardi. Letztlich geht es für Verwahrstellen darum, die Vermögensgegenstände mit allen jeweiligen Charakteristika anzulegen, zu führen und entsprechende Ereignisse im Zeitablauf zu kontrollieren und zu dokumentieren. Und es ist ganz klar, dass sich dabei beispielsweise Immobilienobjekte, Unternehmensbeteiligungen oder Energieinfrastrukturanlagen deutlich unterscheiden. Auf Basis dieser Bestandsführung erfolgt ebenfalls die Anteilspreis- bzw. NAV-Abstimmung mit der KVG, welche den NAV liefert. In der Regel kommt hier das Modell 2 des Verwahrstellenrundschreibens zum Zuge, welches auch im Wertpapierbereich fast ausschließlich im Einsatz ist.

↑ Kurt Zeimers, Manager Client Line Asset Managers der BNP Paribas Securities Services.

Bestenfalls lassen sich an die Bestandsführung noch Kontokorrentkonten anbinden, denn das Cash Monitoring ist als Aufgabe von Verwahrstellen ebenfalls nicht zu unterschätzen – zudem es auch zu dem im Verwahrstellenrundschreiben weit gefassten Verständnis von Verwahrung zählt. Im Bereich des Cash Monitorings besteht auf Seiten der Anbieter relativ hohes Automatisierungspotential im Vergleich zur Bestandsführung. Allerdings sind die Anzahl von Konten und die Komplexität von Kontenrahmen je nach zugrundeliegender Asset-Klasse und Vermögensgegenstand auch nicht zu unterschätzen; vor allem vor dem Hintergrund der Tatsache, dass Konten zum einen im Hause der Verwahrstelle, zum anderen aber auch bei externen Banken geführt werden können. Hier kann manchmal ein ordentliches Dickicht entstehen, insbesondere im Hinblick auf Freigaben von Zahlungen und Abstimmung zwischen KVG und Verwahrstelle.

VERPACKUNGEN, KOMPLEXITÄT UND KASKADEN

Die bisher bereits angeklungene Komplexität bei der Verwahrung von Privat Assets wird zusätzlich erhöht, da es verschiedene Strukturierungs- und Verpackungsmöglichkeiten gibt. Grundsätzlich lassen sich gesellschaftsrechtliche Strukturen wie die Investment KG oder Investment AG sowie vertragliche Strukturierungen wie Sondervermögen bzw. Investmentfonds unterscheiden. Übrigens: Sogenannte Segregated Accounts spielen in Deutschland als Investmentvehikel bzw. Organisationsform in diesem Zusammenhang keine Rolle.

Private Assets werden auf verschiedene Art und Weise investierbar und somit zugänglich gemacht. Dabei spielen Verbriefungen eine große Rolle, in der Praxis unter den Begriffen Loan oder Dept. Dahinter verbergen sich Themen wie Immobilien, Mezzanine, Infrastruktur oder natürlich Unternehmenskredite usw.

Soweit so gut, doch gibt es auch Mischformen. Befindet sich sowohl Eigenkapital als auch Fremdkapital in einer Verpackung, besteht das zu betrachtende Risiko einer Finanzierungskaskade in dem Sinne, dass bei einem Störfall Fremdkapital stets Vorrang vor Eigenkapital hat. Das Risiko geht immer von dem zugrundeliegenden Asset aus und das stellt die beiden involvierten Akteure KVG und Verwahrstelle im Kontext von Sondervermögen immer vor die Herausforderung einer Durchschau. Diese ist umso komplexer, je mehr Verpackungs- oder Vehikelkaskaden bestehen.

DÄCHER, MASTER, FEEDER

Seit Jahren besteht der Trend zu Dachfonds- oder Master-Feeder-Konstrukten. Früher haben institutionelle Investoren überwiegend selbst in Zielfonds investiert. Heute werden häufig Zielfonds in Masterfonds eingebracht und auf dieser Ebene von der KVG administriert und von der Verwahrstelle verwahrt. Die Herausforderung der Durchschau ist dabei im Bereich Private Markets oder Real Assets im Vergleich zum Wertpapierbereich weitaus größer.

In der Vergangenheit spielten sich viele dieser Strukturierungen in Luxemburg ab. Deutschland hat allerdings deutlich aufgeholt und an Attraktivität für Fondslösungen gewonnen, zumal Luxemburg als recht teuer gilt. »Die deutsche Lösung des allgemein offenen Spezial-AIF gem. § 282 KAGB (282er Fonds) für Alternative Investments ist eine

← Markus Groll, Relationship Manager Investment Services der DekaBank.

attraktive Ergänzung zum Standard des offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gem. § 284 KAGB«, stellt Markus Groll, Relationship Manager Investment Services der DekaBank, fest. Dabei sind auch sog. Doppelstockstrukturen möglich, die eine enorme Bandbreite an Themen ermöglichen: Die Assets werden in einem Spezialfonds gem. § 282 KAGB gehalten, in den ein 284er-Spezialfonds investiert. Nachteile der Vergangenheit in Deutschland wie die Umsatzsteuerpflicht von Dienstleistungen innerhalb der Fondsprozesskette oder eine potentielle Konsolidierungspflicht bei Doppelstockstrukturen sind seitens des Gesetzgebers beseitigt. Deutschland befindet sich diesbezüglich endlich auf Augenhöhe mit Luxemburg, und so lässt sich ein Umschwung der Investitionen in deutsche Spezialfonds beobachten.[2]

ZWISCHEN HERAUSFORDERUNGEN, MENSCHEN …

Die wesentlichen Herausforderungen sind damit weitgehend skizziert: die regelmäßige Eigentumsüberprüfung der vielfältigen Vermögensgegenstände auf Basis nationaler und internationaler offizieller Quellen bzw. Register – mit allen Spezialitäten beispielsweise in Bezug auf Schiffe, Flugzeuge oder angesichts der Tatsache, dass beim Thema Infrastruktur ein Grundstück in der Regel nicht im Eigentum eines Fonds ist.

Besonders engmaschig müssen das Netz und das Zusammenspiel der Verwahrstellen mit KVG und Asset Management im Bereich der Private Markets sein, wenn es um die Begleitung von Transaktionen geht. Hier ist besondere Expertise gefragt. Das gilt ebenfalls für den Bereich der Bewertungen der Vermögensgegenstände, Abstimmung der NAV und Kontrolle der Anlagegrenzen. Es gilt für alle handelnden Personen bei Verwahrstellen, ein Netzwerk zu Gutachtern, Wirtschaftsprüfern, Aufsicht sowie Juristen zu pflegen. Der Kontakt zur KVG ist natürlich am wichtigsten und häufigsten. Man muss wissen, wann man wen anrufen kann bei bestimmten Sachverhalten. Ungeachtet aller Digitalisierung: »It's still People's Business«, betont ein Marktteilnehmer. Erneut sei betont, dass es sich auf den Private Markets um zum Teil völlig unterschiedliche Vermögensgegenstände handelt.

… UND RISIKEN

Risiken bestehen bei der Verwahrung von Private Market-Assets natürlich auch. Das generell größte Risiko des Verwahrgeschäfts – dass der Vermögensgegenstand selbst abhandenkommt oder untergeht – ist im Bereich der Private Markets sehr unwahrscheinlich bis unmöglich (das sieht im Wertpapierbereich anders aus). Ein seltenes, aber großes Risiko bei Private Assets stellte sich jedoch, wenn die administrierende KVG in Schwierigkeiten geriete oder sogar insolvent würde, denn dann gingen die betroffenen Assets an die Verwahrstelle über, die folglich in eine ganz neue Rolle geriete:

Sie müsste die Assets abwickeln bzw. managen, was nicht ihrer Rolle und auch nicht den dortigen Ressourcen und Kompetenzen entspricht. In der Vergangenheit gab es durchaus solche Fälle, allerdings nicht in hohem Ausmaß im Hinblick auf Volumen und Prominenz der ins Straucheln geratenen KVG. Trotzdem legen Verwahrstellen im Verwahrgeschäft von Private Market-Assets

2 Kurz zu ELTIF 2.0: Am Markt bestehen hohe Erwartungen an das modifizierte Fondsvehikel im Zusammenhang mit alternativen bzw. realen Assets, und es besteht natürlich auch Geschäftspotential für Verwahrstellen. Allerdings handelt es sich beim ELTIF primär um ein Retail-Produkt ohne direkten Bezug zu institutionellen Investoren. Daher wird das Vehikel hier nicht weiter behandelt. Prinzipiell gelten für den ELTIF aber alle in diesem Beitrag skizzierten Pflichten, Aufgaben und Charakteristika.

Deka Institutionell

Alles, worauf Sie keinen Bock haben. Aus einer Hand.

Wir räumen auf, rechnen ab und reporten: Deka Investment Services.

Sie kümmern sich um das optimale Portfoliomanagement – warum sollten Sie sich mit Verwahrstellen, Kapitalmaßnahmen und regulatorischen Anforderungen herumschlagen? Wir regeln das für Sie! Deka Investment Services.

Überlegen. Investieren.

DekaBank Deutsche Girozentrale
Weiterführende Informationen unter www.deka-institutionell.de

Finanzgruppe

ein gewisses Augenmerk auf die involvierte KVG im Hinblick auf Solvenz im Sinne eines Gegenparteienrisikos.

Ein weiteres und sehr operationelles Risiko resultiert aus einer Vielzahl von Positionen. Immerhin gibt es nicht viele Verwahrstellen in Deutschland, die im Bereich Private Markets unterwegs sind, und insofern konsolidiert sich ein Großteil des Geschäfts auf maximal ein Dutzend Häuser. Je exotischer das Asset, desto größer ist das Risiko. Der Super-Gau wäre eine Fehleinschätzung des Wertes, der Eigentümerstruktur oder des Zielfondsanbieters im Falle von Dachfondskonstrukten. Nach Beobachtung des Autors halten Verwahrstellen im Private Markets-Geschäft nicht ohne Grund erhebliche Ressourcen an sehr qualifiziertem und erfahrenem Personal vor und legen spezielles Augenmerk auf Themen wie Eigentums- und Vertragsprüfung, engmaschiges Tracking bei Transaktionen, professionelle Bestandsführung sowie intensive Kommunikation mit der KVG. Große Störfälle oder »Defaults« sind daher bisher ausgeblieben.

THE PRICE IS RIGHT?

Die Preismodelle im Verwahrstellengeschäft sind generell relativ unübersichtlich und daher wenig transparent und vergleichbar. Das gilt schon für das verhältnismäßig einfache und standardisierte Wertpapiergeschäft. Das Pricing für die Verwahrung von Private Assets ist ein regelrecht wohlbehütetes Geheimnis, und der Standards gibt es keine. Das ist nachvollziehbar im Hinblick auf die Heterogenität der zugrundeliegenden Themen bzw. Asset-Klassen mit einhergehender Exotik der Vermögensgegenstände.

Grundsätzlich gibt es einen Mix aus Basispunkt-Gebühren auf Volumen, Transaktions-Gebühren, Cashflow Fees, Finanzierungskonditionen und sonstigen Gebühren für diverse Asset- oder aufwandsbezogene Zusatzdienstleistungen. Ähnlich wie im Wertpapierbereich besteht für den institutionellen Investor oder Asset Manager das Problem der Vergleichbarkeit. Die Preismodelle sind unterschiedlich granular und teils sehr differenziert, teils wieder sehr einfach und robust im Sinne einer All-in-one Fee.

WAY TO GO

Das Thema Private Markets Investments in all seinen Ausprägungen ist gekommen, um zu bleiben. Immobilien, Private Equity, Infrastruktur etc. in den verschiedenen Verpackungsformen werden einen stabilen Platz in den indirekten Investments institutioneller Investoren behalten bzw. einnehmen. Das Zinsniveau hat natürlich einen gewissen Einfluss auf die Allokationen, allerdings nicht zuletzt durch den Denominator-Effekt: Der steigende Zins hat im FI-Bestand die Bewertungen gedrückt, es kam damit zu unerwünschten Quotenverschiebungen innerhalb der SAA. Entsprechend kaufen Investoren verstärkt wieder Bonds, die für viele Anleger in der Wiederanlage nun auch wieder suffizient rentieren. Grundsätzlich wird diese Mechanik des Denominator-Effektes die Private Markets in Bewegung halten, zuzüglich weiterer quotenunabhängiger Nachfrage aufgrund des Wachstums des Marktes und vorhandener Liquidität auf Seiten institutioneller Investoren.

Und in der Verwahrung von Private Assets selbst? Hier wird es zu weiterer Professionalisierung, Automatisierung und Standardisierung kommen. In einigen Bereichen können Künstliche Intelligenz oder ähnliche Funktionalitäten bereits jetzt unterstützen, zum Beispiel bei Themen wie Vertragsprüfungen oder Datenanalyse. Der Mensch wird allerdings unersetzlich bleiben.

Sehr hohes Potential besteht in der Private Assets-Verwahrung in den Themengebieten Tokenisierung und Nutzung von Distributed Ledger-Technologie (DLT). Ähnlich und angelehnt an den Wertpapierbereich besteht hohes Effizienz- und Automatisierungspotential in der Entwicklung digitaler Assets, die die gewohnten Themengebiete von Private Assets abbilden und repräsentieren. Dies wird einhergehen mit der Entwicklung einer Ledger-orientierten Kapitalmarktinfrastruktur im Hinblick auf Handel, Abwicklung und Zuordnung auf Investoren. Insofern bestehen hier relativ hohe Synergieeffekte zum Wertpapierbereich, der vor der gleichen Entwicklung steht.

Eines wird natürlich weiter den Unterschied machen und daher unverändert bleiben: der zugrundeliegende Vermögensgegenstand. Hier begleiten Private Assets wie dargelegt weitaus höhere Herausforderungen in Sachen Komplexität und Durchschau im Vergleich zu einem festverzinslichen Wertpapier oder einer Aktie. Ebenso lassen sich die vielfältigen Charakteristika nicht so einfach in Smart Contracts abbilden. Das gilt insbesondere für individuelle Verträge, wie sie bei Transaktionen auf den Private Markets zum Einsatz kommen.

Auch das engmaschige Investmentcontrolling, welches für Verwahrstellen, aber auch für KVGen im Rahmen ihrer gesetzlichen Aufgaben und Pflichten obligatorisch ist, sollte nur bedingt durch KI oder DLT ersetzbar sein.

Es wird Erleichterungen und weitere Standardisierungen geben, aber die sichere Verwahrung von Private Assets in Investmentfonds wird die Königsdisziplin des Verwahrwesens bleiben. TacAd

CLEMENS SCHUERHOFF
Der Autor ist Vorstand der Kommalpha AG in Hannover.

»It's still People's Business.«

LEITERbAV | PENSIONS INDUSTRIES | ALTERNATIVES INDUSTRIES

TACTICAL ADVANTAGE

Volume 14 | Juli 2024

LEITERbAV
Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem. § 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb: Pascal Bazzazi
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

KONTAKT
TEL +49 178 / 660 0130
MAIL Redaktion@LbAV.de
WEB www.LEITERbAV.de

UST-ID DE 275337140
FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

FREIE REDAKTEURE
Susanne Jungblut, München
Detlef Pohl, Berlin

GESTALTUNG UND SATZ
Hartmut Friedrich-Pfefferkorn, Dresden
MAIL mail@hartmutfriedrich.com

AUTORENPORTRÄTS
Jacopo Pfrang, Berlin

FOTOS »TALKING HEADS«
Caroline Gerst, Köln

DRUCKEREI
Buch- und Offsetdruckerei H. Heenemann GmbH & Co. KG
Bessemerstraße 83-91, D-12103 Berlin

PAPIER
INNENTEIL MagnoVolume, 150 g/m², 1,1-faches Vol.
UMSCHLAG MagnoVolume, 300 g/m², 1,1-faches Vol.

SCHRIFTEN
Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text, Grillitype | Handelson Two, Mika Melvas

AUFLAGE
1.500 Exemplare

SCHUTZGEBÜHR
Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine Schutzgebühr von 50,– € zzgl. Versandkosten bei dem Herausgeber nachbestellt werden (freibleibend).

NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN
LEITERbAV, PENSIONS**INDUSTRIES**, ALTERNATIVES**INDUSTRIES** und ***Tactical Advantage*** sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

LEITERbAV wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. **LEITER**bAV (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn **LEITER**bAV (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk und seine gesamten Inhalte und Werbeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

Alle Medien von **LEITER**bAV bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews).
Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der althergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipalkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf **LEITER**bAV / ***Tactical Advantage*** nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch **LEITER**bAV / ***Tactical Advantage*** alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulin aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll. Dr.-Titel finden in der ***Tactical Advantage*** keine Verwendung.

COPYRIGHT
© 2024 Pascal Bazzazi – **LEITER**bAV – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

ISSN
2628-7390

ENERGY
INFRASTRUCTURE
PARTNERS

Sicherheitsorientiert

Zürich Luxemburg Frankfurt am Main

Lesen Sie alles zu zukunftsorientierten Anlagen
in Energieinfrastruktur auf unserer Webseite.

Diese Unternehmenskommunikation wird von Energy Infrastructure Partners AG und Energy Infrastructure Partners Luxembourg S.à r.l. herausgegeben und betrifft kein Marketing im Zusammenhang mit einem Fonds, einem Anlageprodukt oder Anlage-Dienstleistungen in Ihrem Land. Sie ist nicht dafür vorgesehen, Investitions-, Steuer-, Buchhaltungs-, Fach- oder Rechtsberatung zu geben. Sie ist ausschließlich für professionelle Anleger im Sinne der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumenten 2014/65/EU (MiFID) in Deutschland bestimmt und nicht für Privatanleger, noch für US-Personen.