



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)

27. bis 30. April 2020

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.
- 6** **Mitgliederneuvorstellungen**
- 8** **Veränderungen im BAI-Vorstand und im Investorenbeirat**
- 9** **BAI Alternative Investor Survey 2020 – Crypto Assets: Investitionshindernisse unter der Lupe**
Philipp Bunnenberg und Sven Gralla, BAI e.V.
- 11** **Artificial Intelligence in Asset Management**
Söhnke M. Bartram, Jürgen Branke, both University of Warwick, Mehrshad Motahari, University of Cambridge
- 13** **Investorenmeinung**
Interview mit Armin Beerwart, W&W Asset Management GmbH
- 18** **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 Krediten aufgrund 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**
- 53** **Buchvorstellungen**

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