



## **BAI Marktmail IV/2021**

Aktuelle Studien, Reports und Marktanalysen sowie Informationen über Events und Webinare zu Alternative-Investments-Marktt Themen

© Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)  
September 2021

## BAI Marktmail IV/2021

Liebe Leserinnen und Leser,

im Fokus der vierten BAI Marktmail des Jahres stehen das Investorenaufsichtsrecht und die derzeitige Stabilität des Finanzsystems. Ich verweise an dieser Stelle gerne direkt auf das [BAI Positionspapier zur Überarbeitung der CRR nach der Basel-IV-Umsetzung in Bezug auf „subordinated debt, equity and other capital instruments“](#). Zudem erschien kürzlich der [jährliche EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor](#) des ESRB. Einige wichtige Passagen, welche die Alternative-Investment-Fondsbranche betreffen, finden Sie zusammengefasst im Abschnitt „Forschung, Aufsicht & Recht“. Zudem hat die Bundesbank neue Erkenntnisse über Leerverkäufer in der Corona-Krise gewonnen. Diese und weitere spannende Themen erwarten Sie in dieser Marktmail. Die Studien und Reports sind wie gewohnt in den Überschriften verlinkt.

Freuen können Sie sich zudem bereits jetzt auf den ersten BAI [InnovationsDay](#) am 30.09.2021. Zudem stehen in diesem Jahr mindestens drei weitere BAI Webinare in der Pipeline. Weitere Infos und die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie in unserem [Eventkalender](#). Sprechen Sie uns gerne an, wenn Sie Ihre Expertise aktiv in ein BAI Webinar einbringen möchten.

Herzlichen Dank auch an dieser Stelle an alle Investoren und BAI-Mitglieder, die bereits am diesjährigen **Survey** teilgenommen haben. Für jede vollständig abgeschlossene Umfrage spenden wir wieder 30 € an eine Hilfsorganisation. Somit konnten wir bereits weit mehr als 1000 € an Spendengeldern für Oxfam, die Tafel, die Kinderkrebshilfe und an die Opfer der Flutkatastrophe zusammentragen. Mitmachen lohnt sich also auf jeden Fall! Wie in den Vorjahren wollen wir auch in diesem Jahr insbesondere auch für Sie wieder wichtige und grundlegende Erkenntnisse gewinnen, die zudem für unsere Lobbyarbeit elementar sind. Deshalb möchte ich Sie gerne nochmals höflich um zahlreiche Teilnahme bitten.

## Stellungnahmen & Positionspapiere

### [BAI Positionspapier zur Überarbeitung der CRR nach der Basel-IV-Umsetzung in Bezug auf „subordinated debt, equity and other capital instruments“](#)

Die aus Basel III resultierende Eigenkapitalverordnung II (CRR II) ist seit dem 28. Juni 2021 in Kraft. Wichtigste Änderung ist eine deutliche Verschärfung der Durchschaupflicht. Um Basel III vollständig umzusetzen (Basel IV), müssten jedoch zusätzliche Anpassungen bei Risikogewichten vorgenommen werden. Vorgeschlagen wird eine generelle Anhebung der Risikogewichte für Beteiligungspositionen um 67 %, von 150 % auf 250 %. Für "spekulative nicht börsennotierte" Anlagen ist sogar eine Erhöhung von 150 % auf 400 % Risikogewicht vorgesehen.

Nach unserer Auffassung würden diese möglichen Risikogewichte eine massive Belastung für den Bankensektor darstellen. Zu kritisieren ist hierbei die geplante einheitliche Risikogewichtung ver-

schiedener Anlagen, die unter Private Equity fallen, die jedoch unterschiedlichen Risiken unterliegen, wie Early-Stage Corporate Private Equity, Buyout, Venture Capital, Fund of Funds, oder Secondaries. Demzufolge plädieren wir für eine stärkere Differenzierung der Risikogewichtung, nach dem tatsächlichen Risiko.

Auch sollte die Terminologie in der CRR III-Verordnung geschärft und "spekulative nicht börsennotierte Beteiligungen" auf klar definierbare risikoreiche Anlagen beschränkt werden.

Darüber hinaus möchten wir auf den Wert nicht liquider Aktiva im Bankensektor hinweisen, insbesondere im Hinblick auf Risikodiversifizierung. Aus unserer Sicht könnten größere Verschiebungen im Bankensektor, ausgelöst durch veränderte Regulatorik, dessen Stabilität beeinträchtigen. Daher möchten wir zur Diskussion stellen, dass die Einführung strengerer Eigenkapitalanforderungen mit einem Granularitätsmaß verbunden werden könnte. Bei ausreichender Diversifizierung wäre aus unserer Sicht eine über CRR II hinausgehende Regulierung nicht zwingend notwendig.

Wir plädieren für einen pragmatischen Ansatz: Vor weiteren Verschärfungen der Eigenkapitalanforderungen sollten zunächst die Auswirkungen von CRR II im Detail analysiert werden. Verschärfungen sollten nur dann vorgenommen werden, wenn eine neutrale Kosten-Nutzen-Analyse durchgeführt wurde und eine Gewichtung nach den tatsächlichen Risiken erfolgt. Auch argumentieren wir, dass die geplante Risikogewichtung für konzerninterne Beteiligungen die Kapitalmarktintegration erheblich beeinträchtigt, höhere Risikogewichte für Private Equity ein erhebliches Hindernis für ESG-Ziele darstellen können und dass in der Wissenschaft keine vollständige Einigkeit bezüglich Gesamtwirkung regulatorischer Eigenkapitalanforderungen auf die Risikominderung besteht.

## Forschung, Aufsicht & Recht

### [ESRB: EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2021](#)

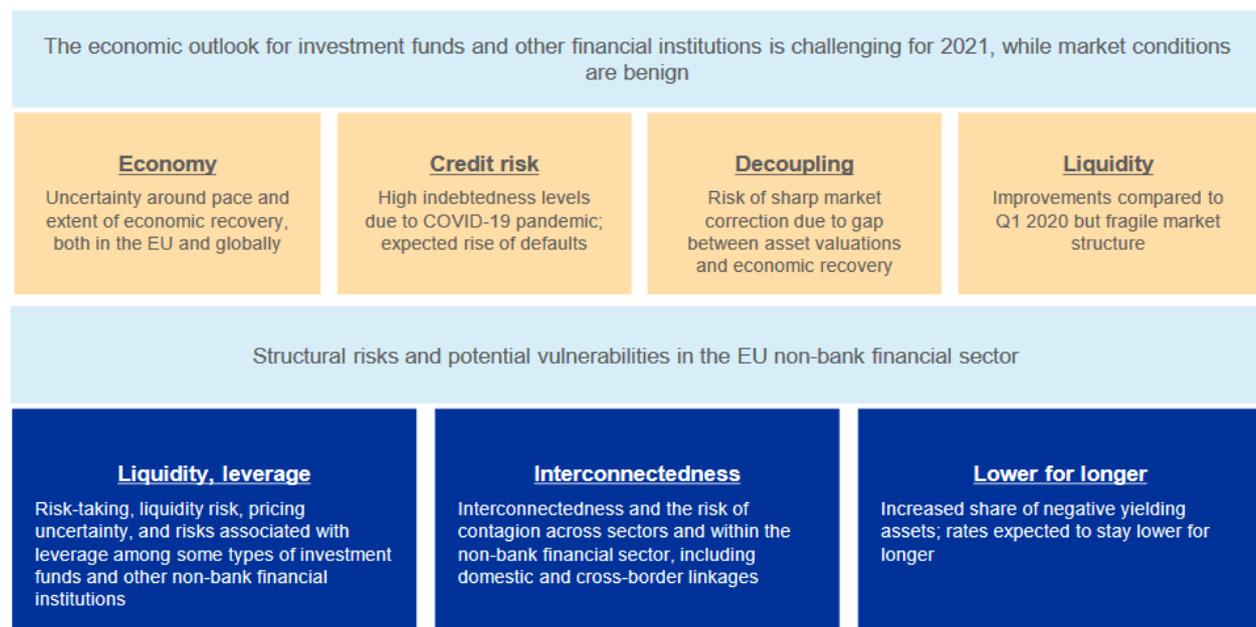
Dieser jährliche Bericht des ESRB befasst sich mit einer Reihe von möglichen systemischen Finanzmarktrisiken, darunter solche, die auf Verflechtungen im Finanzsystem, Liquiditätsengpässe und Leverage zurückzuführen sind, im Zusammenhang mit der Finanzintermediation von Nichtbanken. Verflechtungen zwischen verschiedenen Finanzmarktteilnehmern und Instituten können dazu führen, dass die Risiken, die von einzelnen Events und Marktteilnehmern ausgehen, unterschätzt werden. Idiosynkratische Ereignisse in 2021 rund um Gamestop, Archegos und die Greensill Bank hatten zwar keine systemischen Folgen, verdeutlichen jedoch laut ESRB beispielhaft, dass sich ein plötzliches Auftreten von Einzelfall-Risiken schnell im Finanzsystem ausbreiten könnte.

**Leverage:** Während der Leverage in der Realwirtschaft im Zuge der Corona-Krise u.a. zur Deckung der Fixkosten zunahm, konnte bei Investmentfonds im Jahr 2020 insgesamt ein rückläufiger Effekt beobachtet werden. Lediglich bei Hedgefonds nahm die Hebelfinanzierung gegen Ende des Jahres aufgrund erhöhter Repo-Finanzierungen wieder zu. Ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld gepaart mit steigenden Inflationsraten könnten Geschäftsmodelle und die Rentabilität innerhalb des Nicht-Banken-Finanzsektors in Frage stellen und so zu weiterer Risikobereitschaft und zu höherem Leverage bewegen.

**Real-Estate-Fonds:** Nach einer von der ESMA in Abstimmung mit den nationalen Aufsichtsbehörden durchgeführten Analyse kam es selbst auf dem Höhepunkt der Marktkrise im März 2020 nicht zu erheblichen Mittelabflüssen aus Immobilienfonds. Jedoch war eine beträchtliche Anzahl von Fonds von Bewertungsunsicherheiten betroffen.

**Hedgefonds:** Die an die ESMA gemeldeten AIFMD-Daten zeigen, dass Hedgefonds (AIFs) mit Sitz in den EU-27-Ländern einen Nettoinventarwert von 86 Mrd. EUR mit 512 Mrd. EUR AuM aufweisen (Brutto-Leverage nahe bei 600 %). Bemerkenswert und erfreulich ist zudem, dass das Liquiditätsprofil von Hedgefonds, deren Manager der AIFMD unterliegen, auf eine weiter sinkende Liquiditätsinkongruenz auf aggregierter Ebene im Vergleich zu anderen Fondsarten hinweist: Investoren können innerhalb einer Woche bis zu 27 % des NAVs zurückgeben während 53 % der Vermögenswerte innerhalb dieses Zeitrahmens liquidierbar sind.

### Risks and potential vulnerabilities in the EU non-bank financial sector



Source: ESRB.

**Private-Equity-Fonds:** Die Branchendaten über die Performance der auf Europa ausgerichteten PE-Fonds in der ersten Jahreshälfte 2020 deuten einerseits darauf hin, dass das unsichere wirtschaftliche Umfeld während der COVID-19-Pandemie zu einer Verlangsamung der Transaktionen führte, das Fundraising andererseits jedoch stabil blieb. Der Nettoinventarwert von PE-Fonds stieg 2019 im Vergleich zum Vorjahr um 28 % und erreichte 456 Mrd. Euro. Die Zunahme der Standortbedeutung einiger EU-27-Länder (insbesondere Luxemburg, gefolgt von Deutschland) auf Kosten Großbritanniens könnte auf Standortwechsel alternativer Investmentfondsmanager im Zuge des Brexits zurückzuführen sein.

Im Gegensatz zu den vorangegangenen Jahren war der Bestand an liquiden Mitteln der PE-Fonds im Jahr 2019 im Vergleich zu anderen AIFs relativ gering. Diese vermeintliche Schwächung der Liquiditätsposition der PE-Fonds ist nicht unbedingt ein Grund zur Sorge, da diese in der Regel ein geringes Liquiditäts- oder Fristentransformationsrisiko aufweisen. Ihr Rückzahlungsrisiko ist durch ihre langfristige Finanzierung begrenzt und die meisten Fonds (93 %) haben nach wie vor geschlossene Strukturen.

**Private-Debt-Fonds:** Nach dem kontinuierlichen Wachstum seit der Finanzkrise, stellt die COVID-19-Pandemie die erste große Bewährungsprobe für Kreditfonds dar. Das Fundraising ging im ersten Quartal 2020 zunächst um 41 % zurück, u. a. durch COVID-19 bedingte Bewertungsunsicherheiten. Zum Jahresende belief sich das weltweit eingesammelte Kapital auf 118 Mrd. USD, was einem leichten Rückgang i. H. v. 10,6 % gegenüber 2019 entspricht. Auch die Transaktionsaktivität hat sich 2020 verlangsamt: Die Zahl der Transaktionen und ihr Gesamtwert gingen um 20 % bzw. 4 % zurück, was 780 Transaktionen mit einem Gesamtwert von 66 Mrd. USD entspricht. Direct-Lending-Strategien bleiben mit 43 % Marktanteil beim Fundraising weltweit vorne. Die Bedeutung alternativer PD-Fonds-Strategien wie Mezzanine-Finanzierungen, Distressed Debt und Special Situations nimmt jedoch stetig zu.

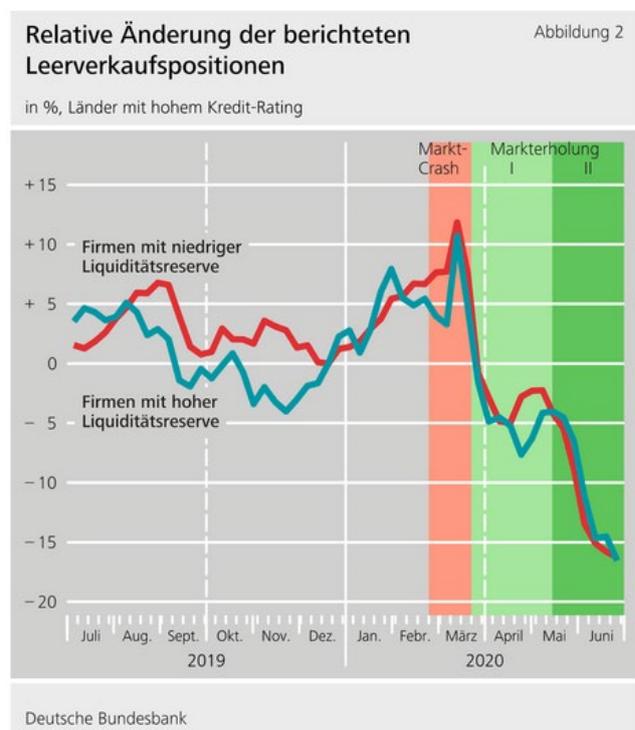
Kreditfonds haben der Realwirtschaft im Jahr 2020 weiterhin in erheblichem Umfang Mittel zur Verfügung gestellt, die Risiken scheinen jedoch laut ESRB gestiegen zu sein. So habe sich das Kreditrisiko im Jahr 2020 angesichts substantieller Unsicherheit, der sich verschlechternden Rahmenbedingungen der Kreditnehmer und zunehmender "covenant-lite leveraged loans" erheblich erhöht. In den letzten Jahren sind Covenant-lite-Darlehen zum neuen Standard für Kreditfonds geworden. Nun sehen sich jedoch zahlreiche Portfoliounternehmen von Private-Debt-Fonds mit verschlechterten wirtschaftlichen Bedingungen konfrontiert und haben möglicherweise mit Liquiditätsproblemen zu kämpfen. Auch deshalb glauben 69 % der Kreditfonds-Manager, dass zusätzliche Finanzspritzen notwendig sein könnten, um den Portfoliounternehmen zu ermöglichen, die Auswirkungen der Rezession abzumildern.

### Deutsche Bundesbank: On the importance of fiscal space: Evidence from short sellers during the COVID-19 pandemic

Leerverkäufer, als gut informierte Investoren, spielen eine wichtige Rolle im Finanzmarkt, da sie zu einer effizienten Preisfindung beitragen und dafür sorgen, dass negative Informationen in niedrigeren Preisen reflektiert werden. Eine neue Studie der Bundesbank untersucht die Entwicklung der Leerverkaufspositionen in den ersten Monaten der Corona-Pandemie in Europa und analysiert inwieweit Finanzmarktakteure den unzureichenden fiskalpolitischen Spielraum einiger Länder (gemessen anhand der Länder Kredit-Ratings) in ihren Investitionsentscheidungen berücksichtigen. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass Leerverkäufer die Bedeutung des fiskalischen Spielraums für die Unterstützung besonders von der COVID-Krise betroffener Unternehmen antizipierten und be-

reits sehr früh auf neue Informationen reagierten. Deutliche Portfolio-Gewinne solcher Leerverkaufsstrategien zeigen, dass Leerverkäufer auch in „Black Swan Events“ Informationen außergewöhnlich schnell verarbeiten:

Während und kurz vor dem Einbruch des Aktienmarktes im Februar 2020 sind deutliche Anstiege von Leerverkaufspositionen in Firmen mit geringen liquiden Mitteln, die in Ländern mit schlechtem Rating beheimatet sind, zu beobachten. Diese Short-Positionen werden bereits zahlreich vor Ende des Markteinbruchs wieder geschlossen. Leerverkaufspositionen in Firmen mit hohen liquiden Mitteln sanken hingegen während des Krisenzeitraums deutlich (s. Grafik links). In Ländern mit hohem Kredit-Rating sind diese divergierenden Leerverkaufspositionen nicht zu erkennen (s. Grafik rechts).



Ferner zeigen die Autoren, dass das Handelsverhalten der Leerverkäufer weder mit der Schwere des Pandemieverlaufs, den getroffenen Maßnahmen noch mit der Liquidität des Bankensystems in den jeweiligen Ländern zu erklären ist. Hingegen deuten die Ergebnisse darauf hin, dass Leerverkäufer ihre Strategie hauptsächlich bei Unternehmen mit einem größtenteils lokalen Absatzmarkt verfolgt haben, die zugleich besonders auf heimische Stützungsprogramme angewiesen waren.

Summa summarum generierten Short-Positionen mit einem Fokus auf illiquide Unternehmen, die in bonitätsschwachen Staaten beheimatet sind, während der Markteinbruchphase der Pandemie eine risikoadjustierte Rendite von durchschnittlich rund 15 %. Wiederum zeigt sich, dass Leerverkäufer die Wertpapierkurse nicht unter ihren Fundamentalwert getrieben haben, sondern vielmehr als informierte Finanzmarktteilnehmer aktiv am Preisfindungsprozess beteiligt sind.

## Hedgefonds

### BAI Themenschwerpunkt

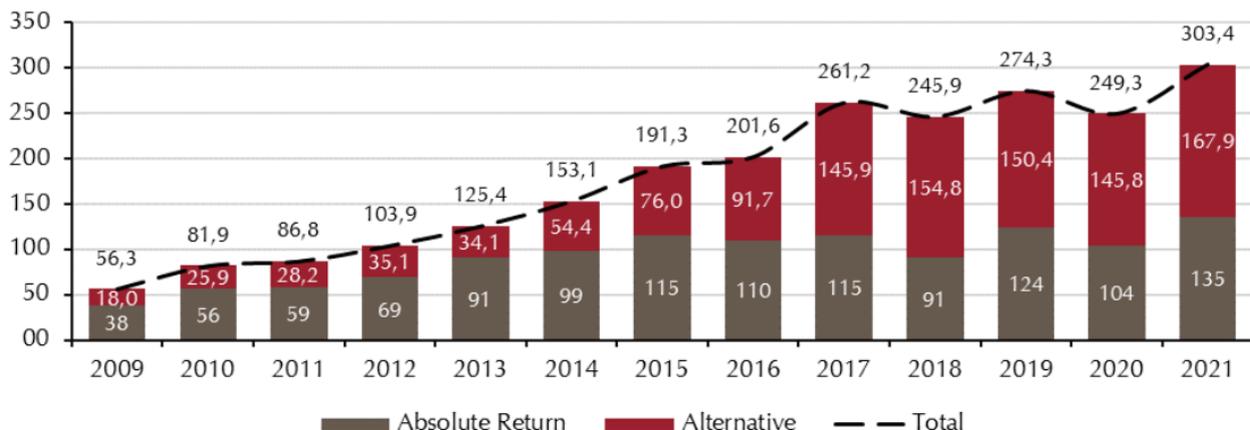
Hedgefonds sind Themenschwerpunkt der Verbandsarbeit im September. Senden Sie Ihre Beiträge zum aktuellen und zu kommenden Themenschwerpunkten gerne an Christina Gaul ([gaul@bvai.de](mailto:gaul@bvai.de)).

## Liquid Alternatives

### Lupus alpha: Hedgefonds-Strategien im UCITS-Mantel: Investoren kehren zurück

In Deutschland zum Vertrieb zugelassene Absolute-Return- und Liquid-Alternatives-Fonds haben laut einer Lupus alpha Studie im ersten Halbjahr 2021 deutliche Mittelzuflüsse erfahren (s. Grafik). Klare Trends sind im erstarkten Investoreninteresse zu erkennen: Während aus beinahe der Hälfte aller Fonds Mittel abgezogen wurden, profitieren vor allem die größten Fonds sowie auf Ebene der Einzelstrategien (risikoärmere) Absolute-Return-Bond-Manager, die das Segment mit einem Marktanteil von gut einem Drittel dominieren. Im Durchschnitt erzielten Absolute-Return- und Liquid-Alternatives-Fonds im ersten Halbjahr 2021 eine Rendite von 4,24 %.

#### Entwicklung des Marktvolumens



## Private Debt

### BAI Newsletter IV/2021

Wieder einmal sehr lesenswert ist der aktuelle BAI-Newsletter mit einer Vielzahl an Beiträgen rund um das Schwerpunktthema „Private Debt“. Der nächste Newsletter erscheint Ende Oktober mit assetklassenübergreifenden Fachbeiträgen zum Thema „ESG“. Wenn Sie zukünftig einen Artikel zum BAI Newsletter beisteuern möchten, melden Sie sich gerne bei Christina Gaul ([gaul@bvai.de](mailto:gaul@bvai.de)).

## Sustainable Finance/ESG

### [BNP Paribas: The ESG Global Survey 2021](#)

Zentrale Ergebnisse des weltweiten Surveys von BNP Paribas unter 356 Asset Managern und Investoren:

- 22 % der Befragten integrieren ESG-Prinzipien in mehr als dreiviertel ihres Portfolios.
- Die Reputation des eigenen Unternehmens hat die Rendite als wichtigsten ESG-Treiber überholt.
- Nur die Hälfte der Befragten in Europa gibt an, dass sie die Sustainable Finance Disclosure Regulation und ihre Bedeutung für ihr Unternehmen verstehen.
- Haupthindernis für die Integration sind nach wie vor die Datenlücken.
- „S“ in ESG ist noch immer die am schwierigsten zu analysierende und zu integrierende Säule.
- Investoren achten auf Praktikabilität bei der Berichterstattung und darauf, dass Asset Manager die ESG-Werte der Investoren teilen.

### [Berenberg ESG Survey: Exploring investor sentiment](#)

Zentrale Ergebnisse der Berenberg Umfrage unter 112 Teilnehmern aus der gesamten Investmentbranche (überwiegend aus Großbritannien und Deutschland):

- Die Nutzung und Anerkennung der SDGs divergiert je nach Investorengruppen stark, während Umweltfaktoren Jahr für Jahr an Bedeutung gewinnen.
- Unter den Rahmenwerken für Impact- und ESG-Messung gibt es nach wie vor keinen Königsweg.
- COVID-19 hat die Teilnehmer dazu veranlasst, sozialen Faktoren einen höheren Stellenwert einzuräumen, der mit steigender Nachfrage nach wirkungsbezogenen Anlageprodukten zunehmen könnte.

## Impact Investing

### [Stepstone: Making an Impact: A Guide for Private Market Investors](#)

Einerseits entwickeln sich Organisationen wie die PRI weiter und verschieben ESG-Ziele, von Divestment zu Engagement, von negativem Screening zu proaktiver ESG-bezogener Wertschöpfung. Andererseits suchen Investoren nach Möglichkeiten, soziale und/oder ökologische „Rendite“ zu generieren. Die ESG-Integration in den Investmentprozess ist quasi zur Regel geworden. Investoren wollen bewusst und nachhaltig Wirkung erzielen. Zudem gibt es immer mehr Belege dafür, dass die Erweiterung des Investitionskalküls um ESG-Aspekte eine Quelle für Alpha sein kann, sowohl auf den öffentlichen als auch auf den privaten Märkten. Stepstone thematisiert in diesem Guide häufige Herausforderungen für Impact-Investoren, und formuliert Impact-Strategien.

## Digital Assets

### [FERI Cognitive Finance Institute: „Blockchain und Tokenisierung“ – Disruption des Finanzsystems durch Krypto-Assets und Decentralized Finance \(DeFi\)](#)

Die Tokenisierung illiquider Assets könnte eine „digitale Demokratisierung“ von Anlageformen und Anlageklassen auslösen, die bislang nur eingeschränkte Liquidität aufweisen oder hohe Mindestanlagebeträge erfordern. Ermöglicht wird das durch eine anteilhafte Handelbarkeit von Vermögenswerten mit sonst hohen Zugangsbarrieren. Dem entscheidenden Durchbruch im institutionellen Bereich stehen jedoch noch zahlreiche Barrieren im Weg. Dazu zählen mangelnde Expertise, eine zumindest in Teilen noch fehlende robuste Regulierung, Sicherheitsbedenken und eine starke Volatilität der neuen digitalen Anlageobjekte.

Wie bereits mehrfach vom BAI adressiert, ist die Verbreitung von Know-how wesentlich, um die vielfältigen Nutzungs- und Anwendungsmöglichkeiten von Digital Assets bestmöglich auszuschöpfen. Von hoher Relevanz sind zudem regulatorische Vorgaben. In Deutschland wurde mit dem Gesetz für elektronische Wertpapiere ein erster wichtiger Schritt in diese Richtung unternommen. Künftig können Schuldverschreibungen und elektronische Fondsanteile rein digital begeben werden.

Die zunehmende Relevanz von DeFi drückt sich deutlich in Zahlen aus: In relativ kurzer Zeit ist das Investitionsvolumen von unter einer Mrd. USD Ende 2019 bis Februar 2021 auf über 40 Mrd. USD angestiegen. Es ist zu erwarten, dass tokenisierte Vermögenswerte, von Sachwerten bis hin zu immateriellen Vermögenswerten, eine wachsende Nachfrage erfahren werden. Das Marktpotential für tokenisierte Vermögenswerte wird in der EU bis 2024 auf 1,4 Billionen EUR geschätzt.

## Artificial Intelligence

### [IOSCO: The use of artificial intelligence and machine learning by market intermediaries and asset managers](#)

Der Einsatz von Artificial Intelligence (AI) und Machine Learning (ML) durch Marktintermediäre und Vermögensverwalter kann zu erheblichen Effizienzsteigerungen und Vorteilen für Unternehmen und Investoren führen, u. a. zu einer schnelleren Ausführung und einer Senkung der Kosten für Wertpapierdienstleistungen. Allerdings kann dieser Einsatz auch neue Risiken schaffen oder bestehende Risiken verstärken, die sich möglicherweise auf die Effizienz der Finanzmärkte auswirken und Investoren schaden könnten. Dieser Report enthält Leitlinien bestehend aus sechs Maßnahmen zur Unterstützung bei der Beaufsichtigung von Marktintermediären und Vermögensverwaltern, die AI und ML nutzen.

## Meistgeklickt in der letzten Marktmail

### [BAI: Private Real Estate Fact Sheet](#)

Das BAI Private Real Estate Fact Sheet soll auch Fachfremden in kurzer Form einen guten Überblick über die verschiedenen Ausprägungen und Anlagestrategien der Assetklasse geben, zeigt die Verbreitung von Immobilien-Investments in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren auf und erklärt, warum Immobilien ein wichtiger Portfoliobaustein für institutionelle Investoren sind.

## Veranstaltungen

### [BAI InnovationsDay](#)

- Donnerstag, 30. September 2021; 09:15 – 15:45 Uhr

Auf dem BAI InnovationsDay wollen wir zum einen technologische Entwicklungen in der Asset-Management-Branche (mit dem primären Fokus auf Digitalisierung und Distributed Ledger Technologie, aber auch auf Künstliche Intelligenz) und deren Einsatzmöglichkeiten entlang der Wertschöpfungskette vorstellen; zum anderen geht es um die Vorstellung und Diskussion der flankierenden Regulierung auf nationaler und europäischer Ebene. Zielgruppe sind Mitglieds-/Branchenunternehmen und institutionelle Investoren, natürlich aber auch einschlägige Technologieunternehmen bzw. Start-ups.

### [BAI Webinare](#)

- Aircraft Finance (TBA)
- Impact Investing (TBA)
- Arbeiten in der AI-Branche (TBA)

Aufzeichnungen und Unterlagen vergangener Webinare finden Sie [hier](#). Sie möchten ein Webinar mit uns als Kooperationspartner ausrichten? Dann wenden Sie sich gerne an Roland Brooks ([brooks@bvai.de](mailto:brooks@bvai.de)).

## Kontakt

Philipp Bunnenberg



**BAI e.V.**  
**Referent**  
**Alternative Markets**

Master of Science  
Betriebswirtschaftslehre



+49 (0)228-96987-52



[bunnenberg@bvai.de](mailto:bunnenberg@bvai.de)

### Impressum:

Verantwortlich:  
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)  
Poppelsdorfer Allee 106  
D-53115 Bonn  
Telefon: +49(0)228-96987-0  
Fax: +49(0)228-96987-90  
[www.bvai.de](http://www.bvai.de)  
[info@bvai.de](mailto:info@bvai.de)