

Der BAI e.V. dankt folgendem Sponsor für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

Linklaters

Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

14. und 15. Mai 2019 (Frankfurt)

BAI Alternative Investor Conference

Die Branchenkonferenz rund um das Thema Alternative Investments. Assetklassen- und produktübergreifend, ausgerichtet auf institutionelle Investoren.

Freuen Sie sich auf interessante Fachvorträge und Panel-Diskussionen zu neuen Trends und Entwicklungen in den Bereichen Asset Management, Portfoliostrukturierung, Risikomanagement und Regulierung. Wir erwarten erneut rund 500 Teilnehmer. Beim Get-together wird Henry Maske, Olympiasieger und IBF-Weltmeister, einen spannenden Vortrag halten.

Mit hochkarätigen Keynote Speakern:

- Prof. Dr. Hans-Peter Burghof, Universität Hohenheim, zu Effizienz und Stabilität von Finanzsystemen: Die systemische Perspektive
- Prof. Dr. Aloys Prinz, Westfälische Universität Münster, zur Niedrigzinspolitik aus mikroökonomischer Sicht
- Prof. Dr. Rudi Zagst, Technische Universität München (TUM), zu Einsatz und Güte von finanzmathematischen Modellen bei der Kapitalanlage
- Michael Dittrich, Deutsche Bundesstiftung Umwelt, zur Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage

Ein Investorendinner und -workshop runden die AIC ab. Sie können sich noch [hier](#) registrieren.

Montag, 3. Juni 2019, 10:00 – 11:00 Uhr

BAI-Webinar „Secured Shipping Debt: eine alternative Assetklasse für sicherheitsorientierte Anleger?“

Inhalt

- 2 Leitartikel
- 6 Stellenanzeigen
- 9 Mitgliederneuvorstellungen
- 12 Auswirkungen der Luxemburger Zinsschrankenregelung auf Verbriefungsstrukturen
Olivier van Ermengem, Aurélie Clementz und Martin Mager, Linklaters Luxemburg
- 18 Europawahl 2019 – Statements führender Europapolitiker
- 27 Wesentliche Inkonsistenzen zwischen TPT V.4.0 und QRT S.06.03 (Solvency II Reporting)
Jegor Tokarevich und Johannes Wappmannsberger, SOF (Substance Over Form Ltd.)
- 28 Equity Crowdfunding in Germany: First or Last Resort of Funding for Entrepreneurial Firms?
Dr. Daniel Blaseg, E-Finance Lab Frankfurt am Main, Goethe-Universität Frankfurt
- 32 Veranstaltungshinweise
- 36 Buchvorstellungen

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,

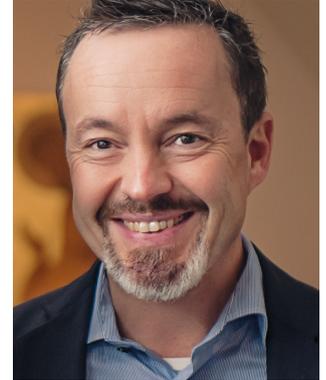
Und täglich grüßt das regulatorische Murmeltier!

Zu den Kernaufgaben der BAI-Verbandsarbeit gehört seit jeher das Hinwirken auf angemessene und wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Alternative-Investment-Branche und die dahinter stehenden Investoren. Auf der Mitgliederversammlung im März haben wir bereits einen Ausblick darauf gegeben, was uns in den nächsten Monaten bis ins nächste Jahr beschäftigen wird. Und wen wundert es, dabei trifft man neben diversen neuen Gesetzesinitiativen auch einige alte Bekannte wieder, getreu dem Motto: und täglich grüßt das – regulatorische – Murmeltier. Die Murmeltiertaktik ist in den europäischen Richtlinien und Verordnungen vorgegeben, diese enthalten sog. Review-Klauseln, so dass nach einem festgelegten Zeitraum eine Überprüfung der Richtlinie bzw. Verordnung zwingend vorgegeben ist. Dies eröffnet Chancen, birgt aber auch Risiken.

Nehmen wir das Beispiel AIFMD-Review: die KPMG-Evaluierung im Auftrag der EU-Kommission hat durchaus gezeigt, dass in einigen Bereichen – z.B. bei der Vertiefung des EU-Fonds-Binnenmarktes oder der aufsichtlichen Erfassung von AIFs – Erfolge erzielt wurden, in anderen Bereichen hingegen – z.B. beim Reporting oder der Behandlung des Erwerbs nicht-börsennotierter Unternehmen durch AIF – Inkonsistenzen und Ineffizienz festzustellen ist. Anlass zu einem Fundamentalreview ist nach Ansicht vieler Stakeholder aber nicht gegeben. Aber auch schon bei punktuellen Nachbesserungen muss man abwägen, ob diese dann nicht doch zu Grundsatzdiskussionen zu alten und neuen Themen führen. In der europäischen Gesetzgebung diskutieren im sog. Trilog halt immer drei Parteien und möglicherweise verschieben sich im zukünftigen Europaparlament oder in der neuen EU-Kommission auch Gewichte und Prioritäten. Schon aus diesem Grunde muss jeder Gesetzgebungsprozess sorgsam und vorausschauend begleitet werden.

Im BAI-Fachausschuss Fonds- und Marktregulierung steht jetzt schon kurzfristig die erste Ausschusssitzung zum AIFMD-Review an; ebenso im Fachausschuss Investoren-

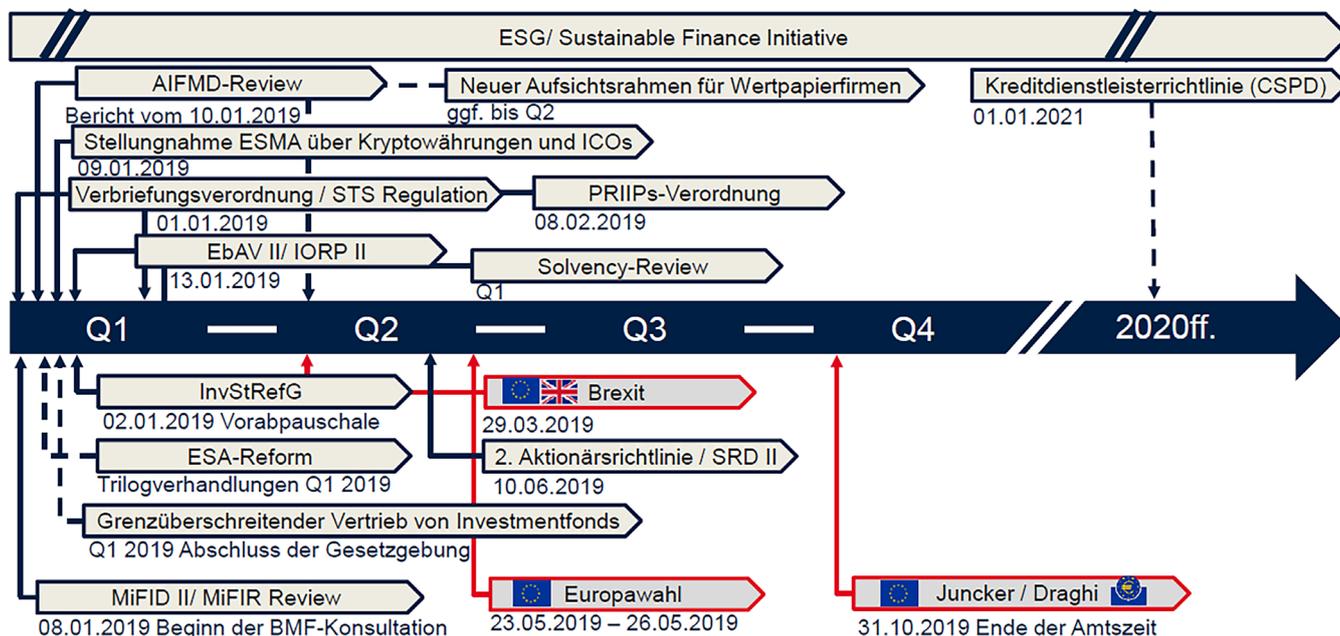
aufsichtsrecht die erste Ausschusssitzung zum Solvency-Review. Wir wollen – auch auf Basis des KPMG-Berichts – unter Einbeziehung der Erfahrungen unserer Mitgliedsunternehmen konstruktive Vorschläge zur Verbesserung der AIFM-Richtlinie erarbeiten, um diese dann auch in den europäischen Gremien vorzustellen. Einbeziehen werden wir natürlich auch



*Frank Dornseifer,
Geschäftsführer*

Drittstaatenthemen, denn der EU-Pass für Drittstaaten-Manager bzw. Fonds steht immer noch aus und zusätzlicher Handlungsbedarf besteht nunmehr durch die Richtlinie zum grenzüberschreitenden Fondsvertrieb, die paradoxerweise Drittstaaten-AIF explizit ausklammert. Bereits jetzt haben wir bei der EU-Kommission platziert, dass institutionelle Investoren nicht weiter – wie eben bei den völlig misslungenen Regeln zu pre-marketing bzw. reverse solicitation – bevormundet werden dürfen und dass auch der informelle Austausch zwischen diesen und Fondsmanagern nicht weiter belastet werden darf; vor allem müssen sich Informations- und Berichtspflichten auf die wichtigsten Elemente beschränken, auch mit Blick darauf, was einschlägige Investoren selbst an Informationen für aufsichtsrechtliche Zwecke bereithalten müssen. Das wäre dann wirklich einmal kluge Regulierung. Genau diesen Aspekt werden wir natürlich auch im Rahmen des Solvency-Reviews adressieren, neben innovativen Vorschlägen für eine adäquate und risiko-basierte Eigenmittelunterlegung für Anlagen in Alternative Investments, wie wir es bereits im letzten Jahr im Rahmen der Behandlung von unlisted bzw. long-term equities unter der neuen Solvency-Durchführungsverordnung gemacht haben.

Ausserhalb von AIFMD-Review und Solvency-Review gibt es natürlich noch eine Vielzahl von weiteren Themen und Dossiers, die uns auch über das Jahr 2019 hinaus beschäftigen werden, eine Auswahl sehen Sie in dem nachfolgenden



Zeitstrahl:

Auch die europäische Ratspräsidentschaft Deutschlands wirft natürlich ihre Schatten voraus. Diese beginnt Mitte 2020, d.h. auch die o.g. Dossiers AIFMD- und Solvency-Review fallen in diesen Zeitraum, so dass die deutsche Bundesregierung unter Beweis stellen kann, wie sie z.B. die zukünftige Finanzierung von Infrastruktur, KMUs, Start-ups, etc. auf europäischer Ebene angehen und fördern möchte. Der immer bedeutenderen Rolle von Investmentfonds wird man dabei sicherlich Rechnung tragen!

AIC 2019

Nur noch gut zwei Wochen, und dann ist es wieder so weit: das Kap Europa öffnet wieder einmal für die Alternative Investor Conference (AIC) ihre Pforten. Am 14. und 15. Mai findet dann zum 12. Male die AIC statt, die sich über die Jahre hinweg zur bedeutendsten Konferenz rund um das Thema Alternative Investments im deutschsprachigen Raum entwickelt hat. Auch in diesem Jahr verzeichnen wir – wieder einmal – einen neuen Teilnehmerrekord und insbesondere das Interesse institutioneller Investoren ist überwältigend. Gemeinsam mit vielen Mitgliedsunternehmen und Sponsoren werden wir wieder einmal die wichtigsten Trends und Themen, die Branche und Investoren derzeit beschäftigen, präsentieren und wieder lautet unser Leitgedanke: „Von Investoren für Investoren“.

Allen Beteiligten ist klar, dass die zukünftige Kapitalanlage in einem sensitiven geopolitischen und makroökonomischen Umfeld erfolgt. Gerade deshalb bilden auf der AIC alternative Risikoprämien und Werttreiber auf der einen Seite, Risikomanagement und Portfoliooptimierung auf der anderen Seite die Eckpfeiler des hochkarätigen Programmes. Wir bieten nicht nur Fachvorträge z.B. zur Performancemessung und Bewertung für Private Equity, zum Risikomanagement bei Infrastrukturinvestments, zu Managed Accounts bei Alternative Assets oder zum Aufbau und Management von Private Markets oder Multi Asset Portfolios. Darüber hinaus blicken wir auf neue Trends auf den Private Equity- und Immobilienmärkten, bei der Implementierung alternativer Risikoprämien und natürlich bei der nachhaltigen Kapitalanlage und ziehen zudem ein Fazit aus zehn Jahren Fonds-Strukturierung.

Wie auch in den Vorjahren kommen natürlich auch renommierte Wissenschaftler zu Wort und beantworten den über 520 Teilnehmern in diesem Jahr fundamentale Fragen, z.B. ob finanzmathematische Modelle in die Zukunft sehen können, welche Auswirkungen die Niedrigzinspolitik aus mikroökonomischer Sicht hat, und wie stabil und effizient die Finanzsysteme aus der systemischen Perspektive sind und welche Rolle die Regulierung beim Erfolg von Geschäftsmodellen im Finanzsektor spielt?

Wir freuen uns, gemeinsam mit unseren vielen Mitgliedsunternehmen, Sponsoren und Kooperationspartnern in diesem Jahr wieder eine einzigartige Konferenz konzipiert zu haben und freuen uns auch auf ein Wiedersehen mit Ihnen!

Themenschwerpunkt Regulierung

Diesen Newsletter wollen wir – begleitend zum aktuellen Themenschwerpunkt auf der BAI-Homepage – regulatorischen Themen widmen. Für den Verband wichtige Themen und Vorhaben habe ich bereits einleitend skizziert. Nun sollen unsere Mitgliedsunternehmen und Sponsoren zu Wort kommen. Freuen Sie sich daher auf eine Reihe von sehr informativen Fachbeiträgen zu diesem Schwerpunktthema.

- Auswirkungen der Luxemburger Zinsschrankenregelung auf Verbriefungsstrukturen, Olivier van Ermengem, Aurélie Clementz und Martin Mager, Linklaters Luxembourg
- Wesentliche Inkonsistenzen zwischen TPT V.4.0 und QRT S.06.03 (Solvency II Reporting), Jegor Tokarevich und Johannes Wappmannsberger, SOF (Substance Over Form Ltd.)
- Equity Crowdfunding in Germany: First or Last Resort of Funding for Entrepreneurial Firms? Dr. Daniel Blaseg, E-Finance Lab Frankfurt am Main, Goethe-Universität Frankfurt

Mit Blick auf die Europawahl finden Sie zudem Interviews mit Vertretern einschlägiger Parteien, die wir zu deren Wahlprogramm und politischer Agenda in der kommenden Legislaturperiode befragt haben.

Ich wünsche eine informative und unterhaltsame Lektüre

Frank Dornseifer

14. & 15. Mai 2019

Kap Europa • Frankfurt



Prof. Dr. Hans-Peter Burghof
Universität Hohenheim in Stuttgart
Effizienz und Stabilität von Finanzsystemen: Die systemische Perspektive



Prof. Dr. Aloys Prinz
Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Niedrigzinspolitik aus mikroökonomischer Sicht



Prof. Dr. Rudi Zagst
Technische Universität München (TUM)
To see or not to see - Können finanzmathematische Modelle in die Zukunft sehen?



Henry Maske
Olympiasieger und IBF-Weltmeister

Dinnersponsor



Goldspensoren



Lunchsponsoren



Get-together Sponsor



Silbersponsoren



mit freundlicher Unterstützung von



Medienpartner



Partnerverbände



Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Branche in Deutschland. Wir vertreten mittlerweile über 200 renommierte in- und ausländische Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts (Infrastruktur, Private Debt, Hedgefonds, Private Equity, Rohstoffe, etc.) rekrutieren: Asset Manager, Fondsgesellschaften, Banken, Administratoren, Verwahrstellen sowie weitere Branchen-Dienstleister.

Wir setzen uns dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können.

Für unsere Geschäftsstelle am Verbandssitz Bonn suchen wir zum frühestmöglichen Zeitpunkt einen Juristen/Doktoranden/Referendar (m/w) in Vollzeit oder Teilzeit (mind. 20 Wochenstunden).

Ihre Herausforderung / Arbeitsschwerpunkte:

- Unterstützung der Geschäftsstelle bei der Analyse von und Mitwirkung bei Gesetzes- und Regulierungsvorhaben auf nationaler und europäischer Ebene,
- Analyse, Strukturierung und Aufbereitung von Rechtsthemen für Verbandsmitglieder, Branche, Investoren und Öffentlichkeit,
- Teilnahme an und Vorbereitung von Ausschusssitzungen sowie Treffen mit Aufsicht und Politik auf nationaler und europäischer Ebene
- redaktionelle Arbeiten, insbesondere Zuarbeit zu Fach- und Newsletterbeiträgen sowie zu Vorträgen,
- Unterstützung bei Publikationen und der Entwicklung von Positionspapieren für Aufsichts- und Steuerbehörden sowie Politik,
- Planung und Durchführung von Verbandsveranstaltungen zu Rechts- und Aufsichtsthemen,
- Übernahme von Sonderprojekten.

Ihr Profil :

- Eine erfolgreich absolvierte Erste bzw. Zweite Juristische Staatsprüfung (vorzugsweise mindestens mit der Note befriedigend)
- erste Erfahrungen in bzw. ausgeprägtes Interesse an den Bereichen Finanz- und Kapitalmarktrecht und Regulierung,
- gutes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen und sehr gute kommunikative Fähigkeiten,
- hohe Eigeninitiative, aber auch gute Teamfähigkeit,
- verhandlungssicheres Englisch, Kenntnisse von weiteren Fremdsprachen sind wünschenswert,
- sichere Kenntnisse und Fähigkeiten bei der Nutzung der gängigen MS Office-Anwendungen (Word, Excel, Power Point).

Der BAI bietet Ihnen ein interessantes Arbeitsgebiet in einem Interessenverband mit abwechslungsreichen Tätigkeiten auf nationaler und europäischer Ebene. Sie arbeiten in einem kleinen Team, bei dem Sie sich bei der Lösung vielfältiger Fragestellungen im Finanz- und Investmentbereich einbringen können. Wenn Sie diese Aufgabe reizt, sollten wir uns schnell kennen lernen. Ihre aussagekräftigen Bewerbungsunterlagen richten Sie bitte unter Angabe Ihres frühestmöglichen Eintrittstermins und Ihrer Gehaltsvorstellung ausschließlich **per E-Mail** an:

Bundesverband Alternative Investments e.V.

Herrn Rechtsanwalt Frank Dornseifer

-Geschäftsführer-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn

Tel.: 0228 / 96 98 7-50

dornseifer@bvai.de

Weitere Informationen über den BAI finden Sie unter: www.bvai.de

AIMA is a trade association representing the global alternative investment management industry. Headquartered in London, AIMA services approximately 1,900 corporate members in over 50 countries. AIMA is the leading industry advocate, maintaining close dialogue with national and supranational policy making institutions, governments and regulatory agencies, providing responses to important regulatory and tax consultations and developing sound practices and industry guidance for our members. It has also established the Alternative Credit Council (ACC), which is an association within AIMA devoted to representing the private credit industry, with a view to securing sustainable development of the sector. It is the sole global trade association representing the interests of the private credit and non-bank finance participants in asset management.

BAI is the central advocacy organization for the alternative investment industry in Germany - across products and asset classes – servicing approximately 200 members. As a catalyst between our members and German institutional investors one of our goals is to make it easier for them to more effectively diversify their portfolios through Alternative Investments, in particular in view of the importance of securing long-term retirement income. Our core task is therefore to advocate for legal reforms to this effect and to secure development of the law in the interests of our members and their investors.

We are currently strengthening our presence in Brussels and will be opening an office at the beginning of 2018 and are seeking an experienced policy and **regulatory professional advisor for our Government and Regulatory Affairs Departments to support AIMA and BAI**. The advisory role is likely to be split on a 60/40 basis between AIMA and BAI.

The role will focus primarily on EU legislative work affecting alternative investment managers, and the market environment they operate in including, but not limited to, AIFMD and UCITS developments, the European capital market union package, market structure and infrastructure regulations and private credit regulations such as loan funds or policy decisions related to non-bank lending. On the other hand investor regulation such as Solvency II is in the scope of our work due to the increasing impact on portfolio allocation including alternative investments.

The person carrying out the role will have to help convey AIMA's position on legislative work being conducted in Brussels as well as contribute to further develop and consolidate AIMA's presence and network in Brussels. The person will also be expected to work very closely with the BAI executive and membership, briefing them on regulatory developments as well as assisting with the development of their positions, where possible, in a close cooperation or joint effort with AIMA.

The role includes responsibility for:

- Monitoring regulatory developments
- Preparing updates for AIMA and BAI members
- Running working groups of AIMA and BAI members to develop a position on proposals from regulators
- Drafting responses to regulatory consultations
- Developing AIMA's network in Brussels among EU institutions, other trade associations and market participants
- Responding promptly to members' queries and requests on EU regulations issues
- Designing and participating in AIMA and BAI events

Required skills and experience include:

- Adequate experience to operate with a high level of autonomy and initiative
- The need to demonstrate familiarity with, and knowledge of, many different regulatory regimes
- Ability to track EU legislative developments efficiently and to set out AIMA's positioning on relevant topics clearly and accurately publicly and in private meetings
Proven experience gained in government or regulatory agencies, or other appropriate experience in the asset management industry or in a law firm (minimum 5 years)
- Knowledge of financial services regulation and/or the hedge fund industry. We are interested in hearing from candidates with expertise in one or more of the following: AIFMD, UCITS, MiFID, EMIR, SSR, market abuse, Basel III or Solvency II
- Excellent writing and editing skills in English
- Excellent command of the German language (writing and editing)
- Good organisational and project management skills
- Good research skills
- The ability to communicate effectively with both regulatory representatives and members
- The ability to absorb and organise substantial amounts of both general and detailed information and to disseminate and 'distil' it in a manner readily accessible to AIMA members and in good English
- Attention to detail, diligence, accuracy and thoroughness in the written and spoken word;
- The ability to adapt to and fit in with AIMA and BAI culture
- A 'can do' attitude - including a willingness to tackle a broad range of work and to work enthusiastically and happily within a small team in a small office
- The ability to work under pressure and to represent the associations professionally.

This is an excellent opportunity for you to take the next step in your career and join this growing international trade body with an excellent reputation globally. We are committed to helping you to achieve your professional goals.

The candidate must be eligible to work in Belgium.

Role, title and salary dependent on experience

How to apply:

Please send your CV together with salary expectations to Marie-Adelaide de Nicolay, Consultant GRA, Brussels at madenicolay@aima.org or to Frank Dornseifer, Managing Director BAI, dornseifer@bvai.de NO AGENCIES

Im Jahr 2019 haben wir bereits zehn neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns sehr, nun auch

- Bankhaus Lampe KG
- EURAMCO Holding GmbH
- Green City AG
- M&G International Investments S.A.
- Manulife Asset Management (Europe) Limited
- Progressive Capital Partners Ltd.
- Swiss Life Asset Managers

begrüßen zu dürfen. Eine Übersicht über alle 205 BAI Mitglieder finden Sie [hier](#).



Bankhaus Lampe KG

Das 1852 gegründete Bankhaus Lampe gehört in Deutschland zu den führenden unabhängigen Privatbanken. Heute befinden sich der Stammsitz in Bielefeld und die Zentrale in Düsseldorf.

Das Spektrum der Bank umfasst die beiden Unternehmensbereiche Asset Management und Privat- & Firmenkundengeschäft sowie Kapitalmarkt und Corporate Finance. Zu den Kunden zählen vermögende Privatanleger, mittelständische und Großunternehmen sowie institutionelle Investoren.

Verantwortungsvolles Wirtschaften, Unabhängigkeit, Ehrbarkeit und Integrität prägen das Handeln des Traditionshauses und bieten damit ideale Voraussetzungen für langfristige und vertrauensvolle Geschäftsbeziehungen. Anspruch ist es, stets die beste Leistung abzurufen und im Sinne des Kunden zu agieren. Aufgrund der tiefgreifenden Expertise ist das Bankhaus Lampe komplexen Fragestellungen gewachsen und begegnet diesen mit der notwendigen Vertraulichkeit.



EURAMCO Holding GmbH

EURAMCO engagiert sich weltweit als Asset- und Fondsmanager für Beteiligungen an Sachwerten. Der Fokus ist auf die Themen Immobilien und Erneuerbare Energie gerichtet. Von dem umfassenden Know-how der EURAMCO profitieren auch Dritte, in Form von maßgeschneiderten Dienstleistungen beim Asset- und Fondsmanagement sowie dem Investorenservice. Das Geschäftsfeld der Unternehmensgruppe sind Dienstleistungen rund um die gesamte Wertschöpfungskette bei Alternativen Investments.

Ursprünglich gegründet wurde EURAMCO als Tochter der Landesbank Sachsen unter dem Namen SachsenFonds. 1999 begann EURAMCO mit der Emission und dem Management von Sachwertbeteiligungen und begleitete seitdem ein Transaktionsvolumen in Höhe von 8,2 Milliarden Euro.

Zurzeit betreut EURAMCO 60 geschlossene Investmentvermögen mit 40.000 Beteiligungen von vermögenden Anlegern und professionellen Investoren. Das gemanagte Investitionsvolumen beträgt vier Milliarden Euro.

GREEN CITY

Green City AG

Die Green City AG deckt die gesamte Wertschöpfungskette rund um die Erneuerbaren Energien ab: Wir projektieren, realisieren, finanzieren und managen bis heute 363 Wind, Wasser und PV-Anlagen in Europa.

Als grünes Emissionshaus und Vertrieb mit § 32 KWG-Lizenz bündeln wir unsere Energieprojekte in Nachhaltigen Kapitalanlagen. Aus unserer Projektpipeline bieten wir institutionellen Anlegern individuell strukturierte Investments. Dabei verwalten wir diese als Asset-Manager über den gesamten Lebenszyklus und bieten die technische und kaufmännische Betriebsführung.

Wir treiben die Transformation des Energie- und Verkehrssektors voran und verbinden Ökologie mit Ökonomie: Die gesamte Green City AG wurde mit dem renommierten Prime-Status von oekom research, dem TÜV-Siegel „Wegbereiter der Energiewende“ sowie dem Solarpreis 2017 ausgezeichnet und zählt zu den weltweit führenden Unternehmen aus dem Bereich „Renewable Energy & Energy Efficiency“.



M&G International Investments S.A.

M&G Investments ist das europäische Asset-Management von Prudential plc. und verwaltet per 30.09.2018 über 312 Mrd. EUR in den Segmenten Fixed Income, Aktien, Multi-Asset und Immobilien. Mit rund 450 Anlageexperten verfügt M&G über die Größe und das Fachwissen, um ein breites Spektrum maßgeschneiderter Anlagelösungen anzubieten.

Investoren wählen M&Gs institutionelles Fixed-Income-Business aufgrund der breiten Anlageexpertise, die Bonds, Multi-Asset-Credit, Leveraged Loans, Private Debt, ABS, Distressed Debt sowie Infrastruktur Debt- und Equity umfasst. Es basiert auf jahrzehntelanger Investition für unsere Mutter und unserer Innovationskultur.

M&G Real Estate verwaltet über 36,91 Mrd. EUR (31.12.2018). Mit unserem Solutions Team (Mandate, Partnerships und Joint Ventures) sowie unseren offenen Fonds bieten wir Investoren einen konkurrenzlosen Zugang zu globalen Immobilien.



Manulife Asset Management

Manulife Asset Management ist die globale Vermögensverwaltungssparte der Manulife Financial Corporation («Manulife»). Wir bieten Anlegern ein umfassendes Angebot an Vermögensverwaltungslösungen über börsennotierte und private Anlageklassen hinweg sowie Asset-Allocation-Lösungen an. Darüber hinaus bieten wir Privatanlegern Portfoliomangementdienste über unsere verbundenen Firmen Manulife und John Hancock.

Unsere Investment-Expertise umfasst börsenkotiertes und privates Eigenkapital und festverzinsliche Wertpapiere, Immobilien sowie Eigen- und Fremdkapital im Zusammenhang mit Infrastruktur, Waldflächen und Agrarland, Öl und Gas sowie Mezzanine-Finanzierungen. Wir sind in den Vereinigten Staaten, Kanada, Brasilien, Grossbritannien, Neuseeland, Australien, Japan, Hongkong, Singapur, Taiwan, Indonesien, Thailand, Vietnam, Malaysia, den Philippinen sowie über Manulife TEDA,

ein chinesisches Gemeinschaftsunternehmen, tätig. Darüber hinaus betreuen wir Investoren in ausgewählten Märkten in Europa, dem Nahen Osten und Lateinamerika. Zum 31. Dezember 2018 belief sich das von Manulife Asset Management verwaltete Vermögen auf rund 318 Mrd. EUR. Zusätzliche Informationen finden Sie auf der Website ManulifeAM.com.

PROGRESSIVE CAPITAL PARTNERS LTD

Progressive Capital Partners Ltd.

Progressive Capital Partners ist eine etablierte Investment Boutique für alternative Anlagen in der Schweiz. Die Kernidee der Firma liegt in innovativen Anlagelösungen, welche eine tiefe Korrelation zu traditionellen Anlagen aufweisen. Wir verwalten gegenwärtig Kundenvermögen von 500 Mio USD verteilt über zwei Geschäftsfelder. Die Firma ist spezialisiert auf Niche Alternatives und Managed Futures. In Niche Alternatives verwalten wir vier Multi Strategy-Fonds für institutionelle und professionelle Investoren, insbesondere Pensionskassen und Family Offices. Unser Investment Team konzentriert sich auf Special Situations, Co-Investments, kotierte Beteiligungsgesellschaften und Niche Strategies. In Managed Futures arbeiten wir mit ausgewählten Partnern, wie zum Beispiel Transtrend N.V. in den Niederlanden zusammen. Progressive Capital Partners wurde 2001 gegründet und ist FINMA reguliert.



Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers ist ein renommierter, ambitionierter und zuverlässiger europäischer Vermögensverwalter in der Schweiz, Frankreich, Deutschland, Luxemburg und in Großbritannien. Unsere Anlagephilosophie beruht auf einer langfristigen Werterhaltung. Mit dieser Einstellung haben wir eine aktive, risikobewusste Kultur geschaffen, mit der wir das Vermögen unserer Anleger schützen und ausbauen. Zu unseren Kernkompetenzen gehören die Bereitstellung und die aktive Verwaltung einer breiten Palette von Anlagelösungen in den Anlageklassen Fixed Income, Immobilien, Aktien, Infrastruktur und Multi-Asset-Anlagen. Seit über 160 Jahren legen wir die aus dem Versicherungsgeschäft von Swiss Life stammenden Gelder risikobewusst und erfolgreich an. Dieses Fachwissen stellen wir auch unseren Drittkunden zur Verfügung, wenn es darum geht, ihre eigene Anlagestrategie effizient umzusetzen. Insgesamt verwaltet Swiss Life Asset Managers Vermögen im Wert von gut 207 Mrd. EUR. (Stand 31.12.2018)

von Olivier van Ermengem, Aurélie Clementz und Martin Mager, Linklaters Luxemburg

1. Einleitung

1.1 Überblick

Verbriefungsstrukturen sind in den vergangenen Jahren auch im Hinblick auf die Strukturierung alternativer Investments für institutionelle Investoren im deutschen Markt immer attraktiver geworden.

Anders als bei den „klassischen“ Verbriefungen geht es nicht darum, bestimmte Vermögensgegenstände aus den eigenen Büchern zu entfernen, indem sie auf eine Zweckgesellschaft übertragen werden und Investoren durch die Zeichnung von Schuldverschreibungen der Zweckgesellschaft die Möglichkeit gegeben wird, in die Vermögensgegenstände sowie deren Chancen und Risiken zu investieren. Das Verbriefungsvehikel dient in den vorliegend interessierenden Konstellationen vielmehr als Zugangsvehikel für Investitionen in bestimmte alternative Investments.

In der Praxis wird vielfach auch von sog. Verpackungsstrukturen oder von strukturierten Verbriefungen gesprochen. Der Begriff der strukturierten Verbriefung ist unseres Erachtens vorzugswürdig. Der Begriff Verpackungsstruktur könnte Anleger dazu verleiten anzunehmen, dass es sich bei der Verbriefung nur um eine andere Verpackung desselben Produkts handelt. Häufig ist dies aber nicht der Fall, denn im Falle der Verbriefung von Fondsanteilen hält der Anleger eben keinen Fondsanteil mehr, sondern nur eine Schuldverschreibung, die reine Vermögensrechte und keine Verwaltungsrechte vermittelt. Nicht selten sind auch die Zahlungsströme anders (insbesondere bei einem Rating der Schuldverschreibungen).

1.2 Gründe für strukturierte Verbriefungen

Dies Gründe, warum Marktteilnehmer Verbriefungsstrukturen aufsetzen, sind vielfältig. Häufig nachgefragt sind diese Strukturen bei regulierten institutionellen Anlegern. Sie verfolgen bestimmte aufsichtsrechtliche Ziele, z.B. weil eine Schuldverschreibung anderen Quoten unter der Anlageverordnung (ABS, andere Schuldverschreibung, Genussrecht) zuzuordnen sein kann oder eine andere Einordnung unter

Solvency II (Spreadrisk-Modul) angestrebt wird. In steuerlicher Hinsicht wird ein Verbriefungszugang bisweilen gewählt, weil steuerbefreite Investoren bei Zeichnung einer Schuldverschreibung anders als bei einem Investment in eine (gewerbliche) Personengesellschaft ihre Steuerbefreiung nicht gefährden. Ähnlich ist dies bei Spezial-Investmentfonds nach Kapitel 3 des Investmentsteuergesetzes (InvStG), die nur die in § 26 Nr. 4 InvStG aufgeführten Vermögensgegenstände erwerben dürfen, wozu Wertpapiere zählen, nicht aber Anteile an (gewerblichen) Personengesellschaften. Wirtschaftlich kann der Erwerb von solchen Schuldverschreibungen für Portfoliomanager attraktiv sein, weil sich auf diese Weise zinstragende Investments strukturieren lassen, die ggf. deutlich höhere Zinsen (bei natürlich gleichermaßen erhöhten Risiken) ermöglichen, als dies sonst im aktuellen Niedrigzinsumfeld bei klassischen Wertpapieren möglich ist. Schließlich kann ein solches Zugangsvehikel im internationalen Vertrieb hilfreich sein, weil institutionelle Investoren in vielen Ländern Wertpapiere in der Regel verstehen und in ihre Prozesse bzw. Systeme integrieren können, während sie bei Investments in unbekannte Fondsvehikel ggf. deutlich zurückhaltender sind.

1.3 Grundstruktur

Im deutschen Markt erfolgen strukturierte Verbriefungen typischerweise über Luxemburger Verbriefungsgesellschaften (securitisation company – „SeCo“).

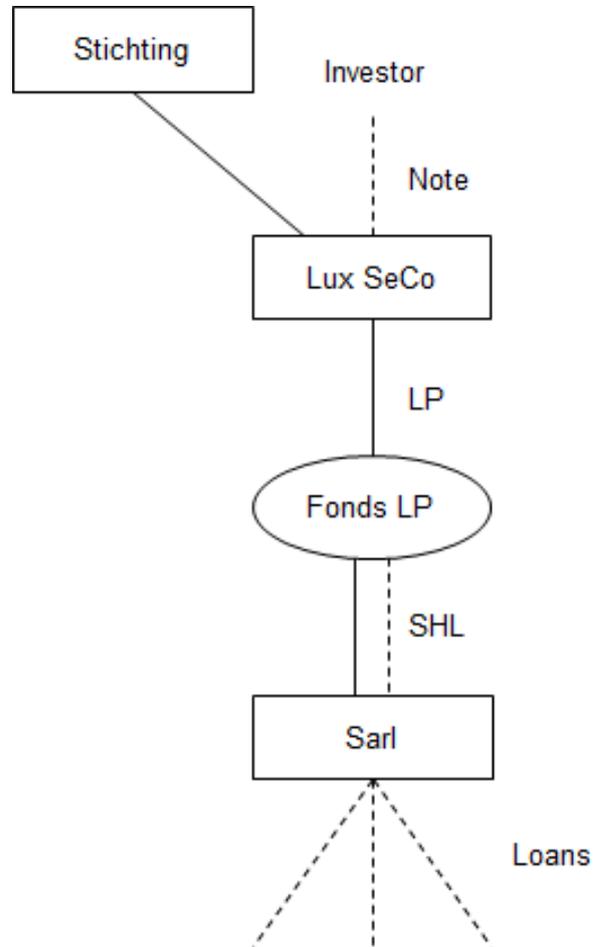
Dabei hat die SeCo in der Regel die Rechtsform einer Luxemburger Aktiengesellschaft (SA) und unterliegt dem Luxemburger Verbriefungsgesetz vom 22. März 2004 („Luxemburger Verbriefungsgesetz“). Das Luxemburger Verbriefungsgesetz ermöglicht unter anderem, haftungs- und vermögensrechtlich voneinander abgeschirmte Compartments („Compartments“) zu errichten. Folglich können mehrere Verbriefungen über die gleiche Verbriefungsgesellschaft vorgenommen werden. Typischerweise erfolgt die Strukturierung so, dass keine laufende Aufsicht durch die Luxemburger Aufsichtsbehörde (CSSF) erfolgt.

Für die einzelnen Compartments werden Schuldverschreibungen („notes“) an die Investoren (z.B. deutsche institutionelle Anleger) emittiert. Das eingesammelte Kapital wird dazu verwendet, die zu verbriefenden Vermögensgegenstände erworben. Im Bereich alternativer Investments handelt es sich dabei häufig um Fondsanteile oder um Anteile an Objektgesellschaften, die im Rahmen von Co-Investments mit einem Fonds erworben werden. Der Wert der Notes und ihre Wertentwicklung hängen von der Wertentwicklung der Vermögensgegenstände ab, auf die die Notes referenzieren und in die das jeweilige Compartment der SeCo investiert sind.

Der bzw. die Gesellschafter der SeCo (häufig z.B. eine niederländische *Stichting*) verfügt über alle Stimm- und Vermögensrechte an der SeCo. Da die Erträge der SeCo unter den Notes ganz überwiegend an die Investoren ausgekehrt werden, erhält der Gesellschafter im Ergebnis aber nur eine geringe Rendite.

Anders als bei vielen klassischen Verbriefungen erfolgt keine Tranchierung. Es gibt also nur eine Tranche von Notes, die alle gleichrangig sind, und nicht mehrere Serien von Notes mit unterschiedlicher Rangfolge (Senior, Junior etc.). Im Hinblick auf die Strukturierungsziele ist die Tranchierung regelmäßig nicht erforderlich. Durch die fehlende Tranchierung wird insbesondere die Anwendung der „Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012“ („EU-Verbriefungsverordnung“) ausgeschlossen. Mit ihr wären eine Reihe von zusätzlichen Anforderungen verbunden (Due Diligence, Selbstbehalt, Verbot der Wiederverbriefung etc.), die typischerweise nicht gewollt sind.

Beispielhaft und sehr vereinfacht lässt sich eine Verbriefungsstruktur im Hinblick auf einen alternativen Investmentfonds graphisch z.B. wie folgt darstellen:



2. Steuerliche Behandlung der SeCo

2.1 Grundsatz

Die SeCo ist aus Luxemburger Sicht eine voll steuerpflichtige Körperschaft. Dementsprechend unterliegt sie einem Steuersatz in Luxemburg in Höhe von 26,01% bzw. zukünftig 24,94%. Aufgrund ihrer Steuerpflicht kann sie potentiell Abkommensvorteile nach den DBA in Anspruch nehmen.

Eine signifikante Besteuerung erfolgt auf Ebene der SeCo typischerweise dennoch nicht, weil die unter den Notes an die Investoren zu leistenden Zahlungen als Zinsen abzugsfähig sind. Die steuerliche Bemessungsgrundlage beträgt demnach optimalerweise Null.

Darüber hinaus wären bei einer SeCo im Übrigen auch Ausschüttungen an die Gesellschafter abzugsfähig. Dies spielt aber praktisch in den vorliegenden Strukturen häufig keine Rolle, weil im Wesentlichen sämtliche Erträge der SeCo (nach Abzug von Kosten) unter den Notes als Zinsen an die Investoren ausgekehrt werden müssen. Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass die SeCo damit ein grundsätzlich steuereffizientes Investmentvehikel ist.

2.2 Einführung einer Zinsschrankenregelung mit Wirkung ab dem 1.1.2019

In Umsetzung der Richtlinie zur Bekämpfung von Steuervermeidungspraktiken (*anti tax avoidance directive* – „ATAD“) nahm das Luxemburger Parlament Ende 2018 ein Gesetz an, durch welches ab dem 1.1.2019 u.a. eine Zinsschrankenregelung (*interest limitation rule*) eingeführt wird. Diese Zinsschrankenregelung ist in vielerlei Hinsicht der deutschen Bestimmung des § 4h EStG vergleichbar. Zinsaufwendungen (und wirtschaftlich vergleichbare Kosten) können danach unbeschränkt nur noch in Höhe der Zinseinkünfte (und wirtschaftlich vergleichbarer Einkünfte) abgezogen werden. Der darüber hinausgehende Nettozinsaufwand (sog. überschüssige Fremdkapitalkosten) kann nur noch in Höhe von bis zu 30% des EBITDA oder bis zu EUR 3 Millionen geltend gemacht werden.

2.3 Auswirkungen auf Verbriefungsstrukturen

Im Ergebnis ist die Zinsschrankenregelung in den o.a. Verbriefungsstrukturen relevant, insoweit die SeCo aus steuerlicher Sicht steuerpflichtige Einkünfte in Höhe von mehr als EUR 3 Millionen erzielt, die keine Zinseinkünfte darstellen. Dies bedeutet konkret Folgendes:

- Insoweit die SeCo aus den von ihr gehaltenen Investments Zinseinkünfte erzielt, besteht kein Problem. Der Zinsabzug ist nicht beschränkt, weil die Zinsschrankenregelung nur den Nettozinsaufwand erfasst.

Werden also beispielsweise Anteile an einem Darlehensfonds in der Rechtsform einer Personengesellschaft (z.B. Luxemburger SCS(p)) verbrieft, hat dies zur Folge, dass die von diesem Darlehensfonds erzielten Zinseinkünfte

aufgrund ihrer steuerlichen Transparenz der SeCo zugerechnet werden. Diese Zinseinkünfte können voll mit den Zinsaufwendungen unter den Notes verrechnet werden. Gleiches gilt im Übrigen für die Verbriefung anderer alternativer Investmentfonds (z.B. Private Equity oder Infrastrukturfonds), soweit diese Zinseinkünfte erzielen.

- Soweit die SeCo steuerbefreite Einkünfte bezieht, bestehen ebenfalls keine Probleme. Denn insoweit sind steuerlich abzugsfähige Zinsen nicht erforderlich. Eine (Luxemburger) Steuerlast entsteht unabhängig von der Geltendmachung eines Zinsaufwands auf Ebene der SeCo nicht.

Diese Überlegung spielt bei alternativen Investmentfonds deshalb eine wichtige Rolle, weil diese vielfach als Personengesellschaften ausgestaltet sind und ihren Anlegern konzeptionell Dividendenausschüttungen und Veräußerungsgewinne vermitteln (neben den o.a. unproblematischen Zinseinkünften). In diesem Zusammenhang wird sich häufig die Frage stellen, ob die SeCo die Voraussetzungen der Beteiligungsertragsbefreiung nach Luxemburger Recht erfüllt, die – ähnlich dem deutschen § 8b KStG – grundsätzlich eine Beteiligung in Höhe von 10% an der jeweiligen ausschüttenden bzw. zu veräußernenden Kapitalgesellschaft voraussetzt. Abweichend vom deutschen Recht reicht es aber auch, wenn bestimmte Anschaffungskostengrenzen überschritten wurden (EUR 1,2 Mio. für die steuerfreie Vereinnahmung von Dividenden, EUR 6 Mio. für die steuerfreie Vereinnahmung von Veräußerungsgewinnen). In vielen Strukturen können diese Voraussetzungen erfüllt werden, da eine Verbriefungsgesellschaft häufig erst dann wirtschaftlich sinnvoll aufgelegt wird, wenn sie eine bestimmte Größe hat, so dass die Investmentvolumina hinreichend groß sind.

Bei der Verbriefung von Fonds ist zu berücksichtigen, dass die Beteiligungsertragsbefreiung allerdings nicht hilft, wenn der Fonds in der Rechtsform einer steuerbefreiten Kapitalgesellschaft (z.B. Luxemburger SA SICAV-SIF) ausgestaltet ist. Da die SA SICAV-SIF steuerbefreit ist, fallen ihre Ausschüttungen auf Anlegerebene nicht in den Anwendungsbereich der Beteiligungsertragsbefreiung.

- Für den Fall, dass die SeCo Immobilieneinkünfte (Mieten, Immobilienveräußerungsgewinne) über steuerlich transparente Strukturen (z.B. deutsche Kommanditgesellschaft) hält, können diese aufgrund der Abkommensberechtigung der SeCo häufig ebenfalls steuerfrei vereinnahmt werden.
- In Bezug auf den Freibetrag von EUR 3 Mio. ist anzumerken, dass sich diese auf die SeCo insgesamt und nicht auf das jeweilige Compartment bezieht. Insbesondere bei größeren Verbriefungsgesellschaften hilft sie deshalb häufig nicht weiter.

2.4 Ausnahmen

Das Gesetz sieht eine Reihe von Ausnahmetatbeständen im Hinblick auf die Zinsschranke vor. So findet sie keine Anwendung auf Verbriefungen, die der EU-Verbriefungsverordnung unterliegen. Für den Fall, dass die Anwendung der Verbriefungsverordnung in einer Struktur darstellbar ist, wäre dies eine Möglichkeit, um in der Praxis die Steuerrechtsfolgen der Zinsschrankenregelung auszuschließen. Häufig wird dies jedoch nicht möglich oder gewollt sein (s.o.). Der Luxemburger Gesetzgeber hat sich leider nicht dazu durchringen können, die Ausnahme auch auf Verbriefungen, die nicht in den Anwendungsbereich der EU-Verbriefungsverordnung fallen, zu erweitern.

Ferner kennt das Gesetz – wie die deutsche Zinsschrankenregelung – eine sog. Stand-Alone-Ausnahme. Deren Anwendung würde im Ergebnis voraussetzen, dass keiner der Gesellschafter der SeCo mehr als 25% der Anteile der SeCo hält. In der Praxis wird die SeCo jedoch häufig nur einen einzigen Gesellschafter haben, so dass auch diese Ausnahme vielfach nicht weiterhilft. Ob die Finanzverwaltung eine Struktur mit fünf nicht verbundenen Gesellschaftern, die jeweils 20% der Anteile hält, akzeptiert, bleibt im Übrigen abzuwarten.

Des Weiteren fallen OGAWs und AIF grundsätzlich nicht in den Anwendungsbereich der Zinsschrankenregelung. Diese Ausnahme hilft allerdings nicht weiter, weil die SeCo typischerweise gerade nicht als Fonds qualifizieren soll.

Schließlich gibt es eine Bestandsschutz-Regelung (Grandfathering), namentlich eine Ausnahme für Darlehen (hier: die Notes), die vor dem 17. Juni 2016 ausgereicht wurden, falls nachfolgend keine wesentlichen Änderungen an den Bedingungen der Darlehen (hier: der Notes) vorgenommen wurden.

3. Lösungsansätze

Für die problematischen Fälle werden am Markt verschiedene Lösungsansätze diskutiert, von denen zum Abschluss einige angedeutet werden sollen:

3.1 Auslegung

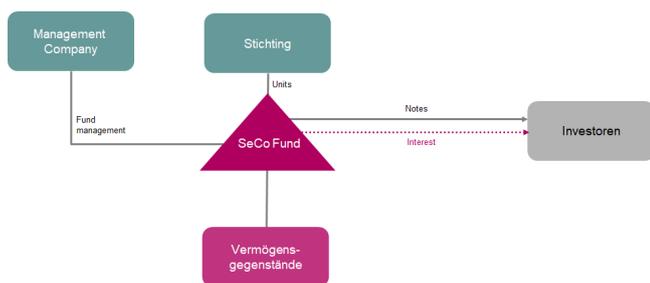
Einige der problematischen Fallkonstellationen lassen sich möglicherweise durch eine weite Auslegung des Begriffs der „wirtschaftlich vergleichbaren Einkünfte“ lösen. Falls hiervon ggf. auch bestimmte „zinsnahe“ Einkünfte erfasst sind, könnte dies Fälle lösen, bei denen zwar technisch gesehen keine Zinseinkünfte erzielt werden, aber dennoch ein Zusammenhang mit Zinseinkünften besteht. In diesem Zusammenhang werden insbesondere Verbriefungen von notleidenden Krediten (*non-performing loans*) bzw. Fonds, die in solche Kredite investieren diskutiert. Es bleibt abzuwarten, wie die Luxemburger Finanzverwaltung diesen Begriff auslegen wird.

3.2 Verbriefungsfonds

Eine strukturelle Lösung kann der Luxemburger Verbriefungsfonds bieten. Das Luxemburger Verbriefungsgesetz kennt neben der Verbriefungsgesellschaft auch den am Markt bisher kaum in Erscheinung getretenen sog. Verbriefungsfonds. Es handelt sich um einen Fonds in Vertragsform (ähnlich dem Luxemburger FCP), wobei die Anteile des Fonds wiederum von z.B. einer Stiftung gehalten würden und die Investoren die vom Verbriefungsfonds gehaltenen Notes zeichnen. Der Verbriefungsfonds unterliegt nicht der Luxemburger Besteuerung, so dass sich die Frage der Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen gar nicht stellt.

In struktureller Hinsicht kann es sich empfehlen, die Anteile und die Notes gleichrangig auszugestalten (*pari passu*), weil anderenfalls das Risiko besteht, es könnte eine Tranchierung bestehen, die zur Anwendung der EU-Verbriefungsverordnung führt. Im Hinblick auf den Vertrieb in Deutschland ist ferner zu berücksichtigen, dass der Verbriefungsfonds unseres Erachtens nicht als AIF qualifiziert; auch insoweit sollte die Verbriefungszweckgesellschaftsausnahme greifen. Schließlich ist aber kritisch zu prüfen, ob die Ziele der Anleger im Hinblick auf die Verbriefung auch mit einem Verbriefungsfonds erfüllt werden können (z.B. Erwerbbarkeit nach der AnIV, Zugang zu DBA).

Graphisch vereinfacht lässt sich diese Variante wie folgt darstellen:

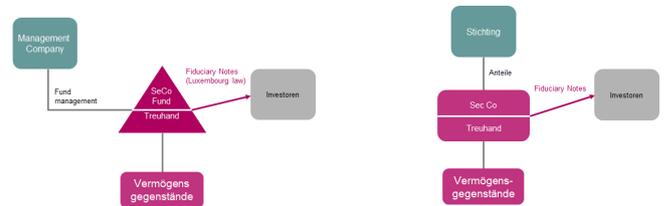


3.3 Treuhand

Eine Alternative könnte in bestimmten Konstellationen die Errichtung von Treuhandstrukturen bieten. Als Treuhänder würde wiederum ein Verbriefungsfonds oder eine Verbriefungsgesellschaft nach dem Luxemburger Verbriefungsgesetz vorgesehen werden.

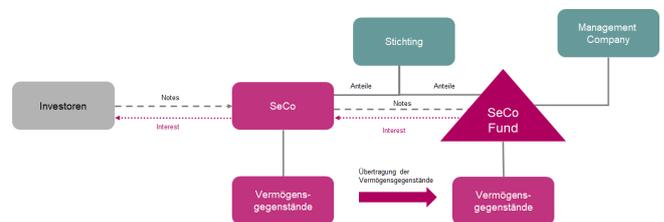
In diesen Fällen würden die treuhänderisch verwalteten Vermögensgegenstände steuerlich den Investoren zugerechnet werden. Ein Zinsabzug in Luxemburg wäre nicht erforderlich. Allerdings ist zu prüfen, welche steuerlichen Folgen die Zurechnung der Wirtschaftsgüter auf Anlegerebene hat. Ferner dürften diese Variante regulierte Investoren im Hinblick auf die Strukturierungsziele häufig ablehnen.

Graphisch vereinfacht lässt sich diese Variante wie folgt darstellen:



3.4 Restrukturierung

Im Hinblick auf die Restrukturierung bereits bestehender Investments ist zu beachten, dass dies natürlich möglichst steuerneutral erfolgen und insbesondere keine Auswirkungen auf Anlegerebene haben sollte. In diesem Zusammenhang bieten sich ggf. doppelstöckige Strukturen an, bei denen z.B. die SeCo ihre Vermögensgegenstände gegen Ausgabe von Notes in einen Verbriefungsfonds einbringt. Graphisch vereinfacht lässt sich diese Variante wie folgt darstellen:



4. Fazit

Die Einführung der Luxemburger Zinsschrankenregelung sollte bei vielen strukturierten Verbriefungen keine nachteiligen Steuerrechtsfolgen auslösen. Vielfach wird die verwendete SeCo Zinseinkünfte, steuerbefreite Beteiligungserträge oder steuerbefreite Immobilienerträge erzielen, für die keine Abzugsfähigkeit der unter den Notes geleisteten Zinsen erforderlich ist. In den problematischen Fällen könnte sich ins-besondere die Verwendung eines Luxemburger Verbriefungsfonds als Alternative zur SeCo anbieten.

Kontakt

Linklaters LLP
35 Avenue John F. Kennedy
P.O. Box 1107
L-1011 Luxembourg
Telephone: +35226081
Fax: +35226088888



*Olivier van Ermengem
Partner, Tax
Linklaters Luxembourg*



*Aurélie Clementz
Counsel, Tax
Linklaters Luxembourg*



*Martin Mager
Consultant, Investment Funds
Linklaters Luxembourg*

Impressum

Jahrgang 19 – Ausgabe II

Verantwortliche Redakteure:

Frank Dornseifer
Christina Gaul
Michael Bommer

Erscheinungsweise:

alle 2 Monate

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

Haftungsausschluss

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

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

Satz & Layout

SimpleThings GmbH
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn
www.simplethings.de

Europawahl 2019 – Statements führender Europapolitiker*

CSU



*Markus Ferber
MdEP
Mitglied des Europäischen Parlaments
Vorsitzender der CSU Schwaben*

Die Grünen



Foto: Privat

*Sven Giegold
Mitglied der Grünen Fraktion im
Europaparlament
Sprecher Europagruppe Grüne*

Freie Demokraten



*Marcus Scheuren
Rheinland-pfälzischer Spitzenkandidat zur
Europawahl - Platz 9 auf der Bundesliste*

SPD

Der Parteivorstand

1. Europa befindet sich in unruhigen Zeiten: angefangen beim nicht enden wollenden Irrweg Brexit, über den Handelsstreit mit den USA und mangelnder Haushaltsdisziplin in einigen Mitgliedstaaten bis hin zu einer Europaverdrossenheit, die von nationalistisch ausgerichteten politischen Bewegungen angefeuert wird. Was bedeutet dies für die anstehende Europawahl und die Arbeit im Europaparlament in den nächsten fünf Jahren?

Markus Ferber/CSU:

Die Europawahl in diesem Jahr wird mehr denn je eine Richtungsentscheidung über die Zukunft Europas werden. Es wird einerseits darum gehen, in welche Richtung sich die Europäische Union weiterentwickeln soll. Dabei stehen mehrere sehr unterschiedliche Entwürfe für die Zukunft Europas zur Auswahl. Die Zusammensetzung des Europäischen Parlaments wird auch darüber mitentscheiden, inwieweit der europäische Gesetzgeber in Zukunft handlungsfähig bleiben wird. Wer ein handlungsfähiges und starkes Europa will, das in der Lage ist, sich in einer immer komplexer werdenden Welt um die wirklich wichtigen Themen zu kümmern, dem kann ich nur empfehlen, dieses Mal zur Europawahl zu gehen.

Sven Giegold/Die Grünen:

Diese Europawahl ist ein entscheidender Moment in der Geschichte Europas: Fallen wir zurück in einen gefährlichen Nationalismus, der in der Geschichte immer zu großen Katastrophen geführt hat? Kapitulierte die Politik vor der Globalisierung? Oder erneuern wir Europa als starke Gemeinschaft und bauen ein Europa des Klimaschutzes, der Rechtsstaatlichkeit und der sozialen Gerechtigkeit? Für uns ist klar: Wir wollen Europas Versprechen erneuern! Wir Grünen können unsere Ziele Klimaschutz, soziale Gerechtigkeit, Frieden und Menschenrechte nur mit einem Europa erreichen, das nach innen und nach außen stark und handlungsfähig ist. Wir haben über die europäischen Institutionen sehr viel für unsere grünen Ziele durchgesetzt. Das wollen wir auch in Zukunft!

Wir Grünen sind nicht die einzigen Pro-Europäer. Aber wir sind am eindeutigsten für progressive Veränderungen in Europa. Wir sind diejenigen, die konsequent für Veränderung in Richtung Klimaschutz, soziale Gerechtigkeit, Demokratie und europäische Handlungsfähigkeit eintreten. Die Zeit rennt, um den Klimakollaps noch aufzuhalten. Die Europawahl ist eine der letzten wichtigen Wahlen, um das Ruder noch herum zu reißen. Europa muss vorangehen, damit wir die Ziele des Pariser Klimaabkommens noch erreichen können. Im Klimaschutz liegt auch eine große Chance für neue und zukunftsfähige Arbeitsplätze und Innovationen.

81% der Deutschen sind heute für Europa. Diese 81% sind für uns eine Verantwortung. Die Verantwortung, dass in Deutschland Mehrheiten entstehen, für ein mutiges Vorgehen mit Europa. Für ein solidarisches Europa. Für das Ende der Blockadepolitik der großen Koalition gegen mutige Vorschläge etwa aus Frankreich. Europa bedeutet europäische Solidarität, nicht nationales Saldo! Europa bedeutet Stärke durch Zusammenhalt, nicht Schwäche durch Spaltung! Wir wollen kein rechtes Europa, wir wollen ein gerechtes Europa.

Marcus Scheuren/Freie Demokraten:

Wir befinden uns in der Tat in unruhigen Zeiten. Doch darin liegt auch eine Chance: Wir Freie Demokraten wollen neue Impulse setzen und die Europäische Union grundlegend reformieren, sodass wieder jeder dabei sein möchte. Denn nur gemeinsam kann Europa die neuen Herausforderungen des 21. Jahrhunderts meistern, sei es Globalisierung, Digitalisierung, Welthandel, Klimawandel oder Migration. Ich bin davon überzeugt: Wenn es die EU nicht gäbe, müsste man sie erfinden! Daher möchte ich mich dafür engagieren, die EU zu modernisieren, zu reformieren, und zukunftsfähig im Hinblick auf diese vielen Herausforderungen zu machen.

Der Parteivorstand/SPD:

Wir brauchen Europa, um unsere Zukunft in einem schwierigen Umfeld erfolgreich gestalten zu können. Wer auf das bipolare Spannungsverhältnis zwischen den USA und China schaut, erkennt schnell, dass ein einzelner Mitgliedsstaat ohne die EU schnell zum Spielball unberechenbarer Kräfte wird. Europa muss die treibende Kraft für freien und fairen Handel sein. Im Europaparlament werden wir uns für eine stärkere Integration der Märkte und eine engere Abstimmung der Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union einsetzen. Die Beziehungen zwischen der EU und Großbritannien sollen auch nach dem absehbaren Brexit eng und partnerschaftlich sein. Wir treten für effektive Arbeitnehmer- und Verbraucherrechte ein. Wir wollen den Vorteil der europäischen Integration für die einzelnen Bürgerinnen und Bürger und die Bedeutung der Europäischen Union und des Europaparlaments für den Frieden aufzeigen und so die Begeisterung für Europa erneut erwecken.

2. Was sind aus Ihrer Sicht die großen finanzpolitischen Themen und Herausforderungen in der nächsten Legislaturperiode? Diverse Baustellen wie etwa der ESA-Review und die leidige Diskussion über eine Finanztransaktionssteuer, deren Nutzen immer wieder hinterfragt wird, scheinen zudem zurückgestellt zu werden. Was bedarf besonderer Aufmerksamkeit und wo möchten Sie hier Akzente setzen?

Markus Ferber:

Wir haben in dieser Legislaturperiode einige Erfolge darin erzielt, die Finanzmarktregulierung verhältnismäßiger auszugestalten. Etwa über die Erleichterungen für kleine Banken im Rahmen des CRD/CRR Reviews und durch den neuen Rahmen für Wertpapierfirmen. Daran sollten wir in der kommenden Legislaturperiode anknüpfen. Wir müssen einmal grundsätzlich schauen, wie sich die Regulierungsvorhaben der vergangenen Jahre in der Summe auswirken und wo es Nachbesserungsbedarf gibt. Das Produktinformationsblatt aus der PRIIPS war zum Beispiel offenkundig ein Fehlschlag und muss überarbeitet werden.

Sven Giegold:

Seit der Krise wurde ein umfassendes Regelwerk für die Finanzmärkte geschaffen. Aus unserer Sicht sind die Regeln insgesamt zu unterschiedlich und zu bürokratisch. Unser langfristiges Ziel bleiben deshalb klare, aber harte Regeln, die vergleichbar für alle Bereiche gelten. Immer noch haben Banken und auch Versicherungen zu wenig hartes Eigenkapital.

Zudem wollen wir, dass der Verbraucherschutz keine unnötigen Papierberge mehr produziert und Kleinanleger*innen gleichzeitig effektiver schützt als bisher. Die Richtlinie über den Versicherungsvertrieb (IDD) ist beim Verbraucherschutz in vielen Punkten schwächer als die äquivalente Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID 2). Deshalb begrüßen wir die Überarbeitung von MiFid und IDD und setzen uns ein für einfache, aber starke Regeln im Vertrieb von Finanz- und Versicherungsprodukten.

Bisher werden die Zuwächse von Ersparnissen fürs Alter zu oft von hohen Gebühren und Provisionen aufgeessen, die lediglich eine überdimensionierte Finanzwirtschaft am Leben erhalten. Als Alternative wollen wir hocheffiziente Modelle der privaten Altersvorsorge wie den schwedischen Bürgerfonds fördern, der Sparer*innen Kapitalmarkterträge zu einem Bruchteil der üblichen Kosten ermöglicht.

Einsetzen wollen wir uns weiterhin auch für Proportionalität, z.B.

um kleine, risikoarme und auskömmlich kapitalisierte Banken vom Gros der bürokratischen Anforderungen auszunehmen. Deshalb werden wir bei der europäischen Implementierung von Basel 3.5 in der nächsten Wahlperiode wieder vorschlagen, kleinen Banken mit mehr als 10% Verschuldungsquote und ohne spekulative Geschäfte den aufwändigen SREP-Prozess zu ersparen. Auch bei Meldewesen und Offenlegung können wir den Verwaltungsaufwand noch stärker begrenzen. Auch im Bereich Sustainable Finance spielt Proportionalität für uns eine wichtige Rolle.

Wider aller Erwartungen ist der ESA-Review inzwischen abgeschlossen und bei allem Verdruss über das schwache Ergebnis bei der Governance haben wir bei Verbraucherschutz, Geldwäsche und Sustainable Finance einiges erreicht.

Die Bekämpfung von aggressiver Steuervermeidung, Geldwäsche und Finanzkriminalität wird auch in Zukunft mein Schwerpunkt bleiben. Insbesondere ist eine gemeinsame Geldwäscheaufsicht und eine EU-Gesetzgebung für parallele Währungen notwendig.

Marcus Scheuren:

In den vergangenen Jahren war die Gesetzgebung im Finanzmarktbereich von der Finanz- und Wirtschaftskrise geprägt. Es war richtig und wichtig, dabei als EU Handlungsfähigkeit zu demonstrieren und gemeinsam mit den USA auf internationaler Ebene koordiniert der Krise entgegenzutreten. Im Großen und Ganzen ist das als Erfolg zu sehen. Allerdings war es wohl unausweichlich, dass unter dem herrschenden Zeitdruck und aufgrund der Komplexität der Materie bei der Gesetzgebung auch Fehler gemacht worden sind, im Einzelfall überreguliert wurde und nicht intendierte Nebeneffekte erzeugt worden sind.

Daher müssen wir uns im Europäischen Parlament in der neuen Wahlperiode erst einmal Zeit nehmen für eine Konsolidierung, Reevaluierung, Readjustierung und gegebenenfalls Rekalibrierung der getroffenen Maßnahmen, wie dies in den USA nach Verabschiedung des Dodd-Frank-Acts bereits erfolgt ist.

Dabei müssen wir endgültig heraus aus dem Krisenmodus. Es bringt letztlich nichts, im Schnelldurchlauf neue Gesetzesinitiativen zu verabschieden, ohne sich ausreichend Zeit für eine Folgenabschätzung und ausreichende Konsultationen der Betroffenen zu nehmen.

Dabei werden wir Freie Demokraten uns künftig an folgenden Leitfragen orientieren:

- Besteht überhaupt Regulierungsbedarf? ("If it's not broken, don't fix it")
- Ist die EU die geeignete Ebene für eine Regulierung? (Subsidiaritätscheck)
- Besteht Harmonisierungsbedarf? (Binnenmarktrelevanz)
- Sind die Maßnahmen verhältnismäßig? (Proportionalitätscheck)

In der zu Ende gehenden Wahlperiode hat die Europäische Kommission mit der REFIT-Initiative zur Vereinfachung des EU-Rechts einen respektablen Einstieg in die Rechtsvereinfachung gemacht. Diesen Weg sollte die nächste Kommission weiter beschreiten.

Hinzu kommt ein neuer Fokus: Da nach dem Brexit mit London das größte Finanzzentrum Europas außerhalb der EU liegen wird, ist es notwendig, verstärkt auf die Vollendung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen (Kapitalmarktunion) hinzuarbeiten. Dabei werden wir uns besonders für eine Stärkung des Finanzplatzes Frankfurt einsetzen.

Bei alledem wird das übergeordnete Ziel sein, die Finanzwirtschaft im derzeitigen schwierigen wirtschaftlichen Umfeld (hohe Regulierung, intensiver Wettbewerb, niedrige Zinsen, Kostendruck) wieder stärker zu befähigen, der Realwirtschaft zu dienen.

Im Hintergrund all dieser Bemühungen steht immer der weiterhin unvollständige Zustand der Wirtschafts- und Währungsunion. Immer noch herrschen teilweise unsoliden und unsolidarisches Verhalten und Wirtschaften in einzelnen Mitgliedstaaten. Wir müssen feststellen, dass die meisten Mitgliedstaaten die ihnen von der EZB durch die Niedrigzinspolitik verschaffte Chance, Strukturreformen durchzuführen, nicht genutzt haben.

Eine Finanztransaktionssteuer halten wir für falsch. Eine solche Steuer würde die Sparer, die Altersvorsorge sowie die Realwirtschaft belasten. Auch darüber hinaus lehnen wir die Zuweisung eigener Steuern an die europäische Ebene oder die Einführung von EU-Steuern ab. Europa leidet ganz sicher nicht an zu wenigen oder zu geringen Steuern.

Der Parteivorstand/SPD:

Die Stabilität und die Integration der europäischen Finanzmärkte müssen weiter verbessert werden. Dazu muss die europäische Bankenunion vollendet und durch eine effektive Kapitalmarktunion ergänzt werden. Schwerpunkte der Finanzmarktregulierung müssen in den kommenden Jahren die Stärkung der europäischen Aufsicht, eine Verbesserung des Abwicklungsregimes und die Einbeziehung der Schattenbanken in die Regulierung sein. Wir wollen mehr Transparenz auf den Finanzmärkten und eine umfassende Verbesserung der Verbraucherrechte. Nach bald zehnjährigen erfolglosen Verhandlungen begrüßen wir die ersten Schritte zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer in der verstärkten Zusammenarbeit – ein Testbed zur Unterstützung späterer Entscheidungen.

3. Die Grünen plädieren z.B. für ein „Europäisches Finanzmarktgesetzbuch“, welches zu einer vollständigen Vereinheitlichung des Rechts führen und so einen fairen Wettbewerb gewährleisten sollte. Wie beurteilen Sie diesen Vorstoß?**Markus Ferber:**

Wir versuchen uns in der Europäischen Union immer an die Grundprinzipien von Verhältnismäßigkeit und Subsidiarität zu halten. Ein Europäisches Finanzmarktgesetzbuch, das alle Marktteilnehmer in allen Mitgliedstaaten exakt gleich behandelt, widerspricht diesem Prinzip meines Erachtens. Im Verbraucherschutz haben wir zum Beispiel sehr unterschiedliche Rechtstraditionen in den Mitgliedstaaten. Deswegen ist an dieser Stelle ein wenig Spielraum für den nationalen Gesetzgeber in der Umsetzung durchaus angebracht. Man muss zwar stets schauen, dass wir keine Möglichkeiten für regulatorische Arbitrage schaffen, aber einen blinden „one size fits all“-Ansatz lehne ich ab.

Sven Giegold:

Die nach Sektor getrennten Finanzmarktregeln haben zu einer problematischen Fragmentierung geführt. Es kommt zu Regulierungsarbitrage und ungleichem Wettbewerb mit der Tendenz, Produkte im am wenigsten regulierten Bereich anzubieten, zum Schaden von Finanzstabilität und Verbraucherschutz. Das wollen wir ändern. Denn der Anlegerschutz darf nicht davon abhängen, ob jemand lieber mit einem Fondssparplan oder einer Privatrente fürs Alter vorsorgt. Unser langfristiges Ziel ist deshalb ein einheitliches europäisches Finanzmarktgesetzbuch, das alle Sektoren umfasst und vergleichbare Produkte vergleichbar reguliert. Auch wenn wir dies in der nächsten Legislaturperiode nicht erreichen können, halten wir diese Idee weiterhin für erstrebenswert und behalten sie als langfristiges Ziel vor Augen.

Das Subsidiaritätsprinzip besagt, dass die Politik die Spielregeln nur dann auf einer höheren Ebene festlegen sollte, wenn sie dort wirksamer sind. Durch den Binnenmarkt sind in der EU die Finanzmärkte integriert und unterliegen bereits heute ähnlichen Regeln, wie sie zum Beispiel in der Finanzmarkttrichtlinie (MiFID) oder der Versicherungsvertriebsrichtlinie (IDD) festgelegt sind. Das Ziel einer echten Banken- und Kapitalmarktunion können wir so jedoch nicht erreichen. Dazu braucht es gemeinsame Gesetze und eine Finanzaufsicht auf europäischer Ebene. Dabei ist es mit einem Europäischem Finanzmarktgesetzbuch nicht getan, sondern es geht auch um Schritte zu einem gemeinsamen Insolvenzrecht und gemein-

samen Standards in Zivilprozessen, bei Rechtsformen und Steuerharmonisierungen. Das Ziel einer Kapitalmarktunion ist für die Währungsunion dringend notwendig und rechtfertigt mutige Fortschritte auch im Rahmen des Subsidiaritätsprinzips.

Marcus Scheuren:

Das Eintreten für eine Vertiefung des Finanzbinnenmarktes ist keineswegs ein Alleinstellungsmerkmal der Grünen, im Gegenteil: Wir Freie Demokraten haben in den vergangenen Jahren den Aufbau der Bankenunion und der europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) ebenso ausdrücklich unterstützt wie zahlreiche Maßnahmen zur Vollendung der Kapitalmarktunion.

Grundsätzlich gilt, dass eine Harmonisierung von Regeln erfolgen sollte, soweit sie nötig ist für das Funktionieren des Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen. Zugleich wollen wir auch im Finanzbereich eine EU, die das Subsidiaritätsprinzip ernst nimmt und so dezentral wie möglich aufgebaut ist, um funktionierende nationale Strukturen zu erhalten.

Nur ein klarer gemeinsamer Ordnungsrahmen sorgt dafür, dass wir sowohl ein „race to the top“ als auch ein „race to the bottom“ der nationalen Regulierungsbehörden verhindern. Eine Vollharmonisierung schießt hingegen über das Ziel hinaus.

Der Parteivorstand/SPD:

Theoretisch gibt es ein Single Rulebook schon. Das einheitliche Regelwerk für die Finanzinstitute (Single Rulebook) besteht derzeit aus einem Paket verschiedener Rechtsakte. Die Abstimmung dieser Rechtsakte muss weiter verbessert und Regelungslücken, etwa bei Schattenbanken, müssen geschlossen werden. Das einheitliche Regelwerk muss aber auch den Besonderheiten der nationalen Finanzmärkte, wie dem dreigliedrigen Bankensystem in Deutschland, gerecht werden. Durch eine vollständige mechanistische Vereinheitlichung des Rechts könnten solche nicht nur für die Funktionsfähigkeit der regionalen Märkte entscheidenden Besonderheiten nicht mehr berücksichtigt werden. Dort wo die Verschiedenheit Europa dient, gleichwohl aber fairen Wettbewerb sichert, sollten wir sie erhalten. Vielfalt auf einem level playing field.

4. Die Integration europäischer Finanzmärkte und Aufsichtsregime wurde in der auslaufenden Legislaturperiode stark vorangetrieben. Nun stehen grundlegende Revision einschlägiger Regelwerke wie etwa der AIFM-Richtlinie oder der Solvency-Richtlinie an, die für unsere Mitglieder und die dahinterstehenden Investoren von zentraler Bedeutung sind. Wie beurteilen Sie die bisherigen Entwicklungen und das Erreichte und wie möchten Sie diesen Weg weitergehen? Wo gibt es Bereiche, in denen Sie Raum für eine Konsolidierung und Vereinfachungen sehen?

Markus Ferber:

Wir haben bei Wertpapierfirmen und bei Banken einige Fortschritte gemacht hin zu mehr Verhältnismäßigkeit und einer Regulierung, die sich konkreter am Risiko des Geschäftsmodells des Unternehmens orientiert. Ich glaube, das ist grundsätzlich ein Ansatz, den wir auch bei der Überarbeitung der AIFMD und von Solvency II verfolgen sollten.

Sven Giegold:

Die Regulierung von Managern 'Alternativer Investmentfonds' und vieler weiterer Akteure und Produkte seit der Finanzkrise war wichtig, um die europäische Aufsicht zu verbessern, Verbraucher*innen zu schützen und Systemrisiken einzudämmen. Während mit der AIFM-Richtlinie zwar umfassende Transparenz erreicht wurde, blieben in den Verhandlungen mit dem Rat zentrale Forderungen des Parlaments auf der Strecke wie eine Begrenzung der Verschuldung (leverage). Deshalb haben wir uns damals gegen den finalen Text gestellt. In der AIFMD-Review wollen wir uns für prudentielle Minimumstandards einsetzen, die europäische Dimension stärken und die Anwendung harmonisieren. Überlappende Berichtspflichten wollen wir abbauen und uns gleichzeitig für die von Marktakteuren geforderte zentrale Veröffentlichung von aggregierten Meldedaten einsetzen.

Das europäische Rahmenwerk Solvency II hat Versicherungen in der EU nicht stabiler gemacht. Schuld daran sind schwache Eigenkapitalanforderungen und großzügige bis willkürliche Sonderregeln, die den Unternehmen die Verschleierung von Risiken auf Kosten der Versicherten und der Allgemeinheit erlauben. Zudem liegt der von EIOPA berechnete risikolose Zins für die Bewertung der Verbindlichkeiten der Versicherungsunternehmen (Ultimate Forward Rate) mit zuletzt 3,90% noch immer weit über dem langfristigen Marktzins. Die in der Richtlinie festgeschriebene Transparenz für die Versicherten wird in den einzelnen Mitgliedstaaten und von den Unternehmen unterschiedlich umgesetzt, so dass die angestrebte Vergleichbarkeit bislang enttäuschend ist. Hier ist EIOPA in der Pflicht, zum Wohle der Verbraucher für Harmonisierung

zu sorgen. Außerdem müssen Versicherungen - genauso wie Banken - verpflichtet werden, über Klimarisiken zu berichten und diese in ihren internen Risikomodellen berücksichtigen. Schließlich brauchen wir ein europäisches Abwicklungsregime für Versicherungen ähnlich wie in der BRRD für Banken.

Marcus Scheuren:

Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise im Jahr 2007 wurden allein auf europäischer Ebene rund 60 Regulierungsmaßnahmen ergriffen. Wir Freie Demokraten sind überzeugt, dass die Zielsetzung der Maßnahmen insgesamt richtig war. Das Finanzsystem wurde zunächst kurzfristig stabilisiert und anschließend nachhaltig robuster gemacht. Aber jetzt, nachdem die meisten Regulierungen seit mehreren Jahren in Kraft sind und in der Praxis getestet werden konnten, ist Zeit für Konsolidierung, Reevaluierung, Readjustierung und gegebenenfalls Rekalibrierung der getroffenen Maßnahmen.

Es ist richtig, dass Verwalter Alternativer Investmentfonds reguliert werden. Ihre Regulierung darf aber nicht dazu führen, dass Geschäftsmodelle verdrängt werden oder der Markt fondsgebundener Finanzierungslösungen ausgetrocknet wird. Im Gegenteil: In Zeiten, in denen Banken zum Bilanzabbau angehalten sind, müssen Wege gefunden werden, um alternative Finanzierungsformen zu stärken. Wo Regulierung die Finanzierungs- und Ausgleichsmechanismen auf dem Markt behindert, verfehlt sie ihr übergeordnetes Ziel, die Finanzierung der Realwirtschaft sicherzustellen. Der Gesetzgeber und die Aufsicht sind in dem Fall gefordert, nachzusteuern. Dies gilt insbesondere dann, wenn durch eine nicht sachgerechte Regulierung Innovationen gehemmt werden, ohne die Europa nicht wettbewerbsfähig bleiben kann. Unternehmen in der Start- und frühen Wachstumsphase brauchen verlässliche mittelfristige Finanzierungslösungen.

Das hohe Maß an Detailregulierung liegt auch an den umfangreichen Level-2-Maßnahmen, die die AIFM-Richtlinie ohne Beteiligung des Europäischen Parlaments ermöglicht. So kommt es ohne Beteiligung des Gesetzgebers zu einer teils

ungewollten Überregulierung. Hier wollen wir künftig schon bei der Gesetzgebung genauer hinsehen. Zudem wäre eine Regulierung alternativer Investmentfonds sinnvollerweise auf internationaler Ebene, besonders unter Einbeziehung der USA, vorzunehmen.

Anlässlich der Solvency-II-Review im Jahr 2020 wollen wir den Blick vor allem auf die Säule III werfen, wo die Berichterstattungs- und Transparenzanforderungen zu hohen und oft unverhältnismäßigen Bürokratielasten geführt haben. Auch bei Säule I (Kapitalanforderungen) darf nicht übersehen werden, dass sowohl Fremd- als auch Eigenkapital teurer geworden ist. Risikokapitalfonds unterliegen so im Ergebnis einer Art „Doppelregulierung“: Einerseits werden sie direkt reguliert, andererseits werden sie an den Kosten der Regulierung ihrer Kapitalgeber beteiligt.

Wir Freie Demokraten wollen zudem eine neue europäische Venture-Capital-Verordnung, die beste Bedingungen für Wagniskapital schafft. Ein „Zukunftsfonds Europa“ könnte durch entsprechende Risikobündelung Venture Capital an zukunfts-trächtige, junge und innovative Unternehmen geben. Dabei sollen Synergien zum InvestEU-Programm und sich daraus

ergebende Finanzierungsmöglichkeiten geprüft werden. Zudem setzen wir uns für eine Vereinheitlichung der Regeln zum Crowdfunding in der EU ein.

Der Parteivorstand/SPD:

Die AIFM-Richtlinie hat zu einer stärkeren Harmonisierung der Märkte für Alternative Investmentfonds in den Mitgliedstaaten geführt. Die Überprüfung der AIFM-Richtlinie wurde durch einen Bericht der KPMG gestartet, welcher die Sichtweisen der Marktteilnehmer widerspiegelt. Die Europäische Kommission wird im Laufe des Jahres eigene Analysen durchführen. Die Finanzpolitiker im Europäischen Parlament und die Mitgliedstaaten werden sich danach mit den vorgelegten Ergebnissen befassen. Bei den Versicherungen hat sich das risikobezogene Aufsichtsregime von Solvency-II bewährt. Bei der anstehenden Überprüfung werden wir uns für Anpassungen von Einzelregelungen einsetzen. Dazu gehört eine stärkere Orientierung der Aufsicht am Grundsatz der Proportionalität, um insbesondere kleine Versicherungen von Berichtspflichten zu entlasten. Außerdem sollen die Regelungen für die Berücksichtigung langfristiger Verbindlichkeiten auf ihre Angemessenheit geprüft werden.

5. Die Sustainable Finance Initiative bestimmt nach unserer Wahrnehmung die komplette Finanzmarktregulierung. Es ist ein regelrechter ESG Hype ausgebrochen, was wir durchaus kritisch sehen, denn nachhaltiges Investieren basiert vor allem auf eigenverantwortlichem Handeln und sollte nicht von einer bürokratischen EU-Taxonomie und einer verordneten ESG-konformen Anlage geprägt werden, die sagt, was gut und was schlecht ist. Wie werden wir hier also eine Balance zwischen Eigenverantwortung und Bürokratie finden?

Markus Ferber:

Ich teile Ihre Sorge. Wir dürfen beim Thema „Sustainable Finance“ nicht zu einer Situation kommen, in der Anleger zu Investitionen in bestimmte Produktgruppen gezwungen werden. Im heutigen Regelwerk steht der Bereitstellung von nachhaltigen Produkten grundsätzlich nichts im Wege. Deswegen sollte die Vorgaben zum Thema „Sustainable Finance“ komplementär zum bestehenden Recht sein und niemanden verpflichten, der keine nachhaltigen Produkte anbieten will.

Sven Giegold:

Ein nachhaltiges Finanzsystem kann als Rahmenordnung die richtige Anreize schaffen, um Kapital in notwendige grüne Investitionen zu bringen und somit die Transformation zu einer nachhaltigen Wirtschaftsweise anzuschieben. Von zentraler Bedeutung ist die Transparenz von Nachhaltigkeitsrisiken, damit Anleger*innen die realen Risiken hinter ihren Investitionen besser einschätzen und ihre Anlagestrategie frühzeitig anpassen können. Außerdem braucht es eine starke Klassifizierung grüner Anlagen, die definiert was nachhaltig ist und

was nicht. Auf Basis der gemeinsamen Regeln, festgelegt in Taxonomie und Offenlegungspflichten, kann die Privatwirtschaft aktiv werden und Finanzprodukte entsprechend der Nachfrage auf den Markt bringen.

Ein grüner Finanzsektor ist allerdings keine Alternative zu grünen Zukunftsinvestitionen und entschiedener Umweltgesetzgebung. Im Gegenteil: Finanzmärkte können nur Investitionen finanzieren, die sich rechnen. Deshalb suchen wir Partner in der Finanzwirtschaft, um z.B. eine konsequente Klimapolitik durchzusetzen.

Im Übrigen halten wir wenig davon, den verständlichen Wunsch nach ESG Kriterien im Finanzwesen und einem gesellschaftlich verantwortlichen Finanzsystem pauschal als Hype, Bürokratie u.ä. abzuwerten.

Marcus Scheuren:

Einige Vorschläge, die die Kommission im Rahmen des Gesetzgebungsvorhabens zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums vorgelegt hat, sind überaus begrüßenswert. Denn diese Anlagemöglichkeiten bedürfen klarer Rahmenbedingungen und Definitionen, damit die Investoren bewusste Entscheidungen treffen können. Ein Beispiel ist die verbesserte Kundenberatung in Sachen nachhaltiger Investments.

Die von der Kommission vorgeschlagene Möglichkeit, Risikoabschläge bei Investitionen in als „nachhaltig wirtschaftend“ kategorisierte Unternehmen vornehmen zu können, halten wir aber nicht für sinnvoll. Denn Investitionen in kohlenstoffarme Unternehmen oder Branchen sind nicht per se risikoärmer. Einer objektiven ökonomischen Bewertung halten solche Maßnahmen nicht stand. Die Links- und die Grünen-Fraktion im Europäischen Parlament befürworten einseitige Förderungen von „Green Finance“. Das ist eine Gefahr für die Finanzstabilität. Wir Freie Demokraten vertreten einen Nachhaltigkeitsbegriff, der die wirtschaftliche, ökologische und soziale Nachhaltigkeitsdimension gleichermaßen beachtet. Deshalb darf es zu keiner einseitigen Bevorzugung angeblich nachhaltiger Anlageformen kommen.

Der Parteivorstand/SPD:

Das Finanzwesen stellt Mittel zur Finanzierung von Investitionen zur Verfügung und hat deshalb eine hohe Bedeutung für den Übergang zu einer umweltverträglicheren und nachhaltigeren Wirtschaft. Die SPD unterstützt deshalb die Ziele der Sustainable Finance Initiative, Kapitalflüsse auf nachhaltige Investitionen umzulenken, Nachhaltigkeitskriterien in das Risikomanagement einzubetten sowie Transparenz und Langfristigkeit auf den Finanzmärkten zu fördern. All dies sind Voraussetzungen für die große ökologische Transformation. Von besonderer Bedeutung ist die Entwicklung einer EU-Taxonomie, die einheitliche Definitionen bietet und vergleichbare Informationen über nachhaltige Investitionen ermöglichen wird. Die dadurch geschaffene Transparenz versetzt die Marktteilnehmer erst in die Lage, eigenverantwortliche Investitionsentscheidungen zu treffen. Dabei werden wir auf eine möglichst unbürokratische Anwendung der Nachhaltigkeitsregeln dringen. Gegenwärtig bewegen sich nachhaltige Investitionen noch in einer kleinen Nische – ein Maßstab für die Eigenverantwortung. In dem Maß, in dem die Eigenverantwortung ESG-Kriterien erfüllt, sind Regulierungen natürlich verzichtbar.

6. Ein Einzug ins Parlament würde für Sie bedeuten, europäische Politik für die nächsten fünf Jahre mitgestalten zu dürfen. Welche persönlichen Ambitionen und Prioritäten haben Sie? Worauf möchten Sie den Fokus legen?**Markus Ferber:**

Ich möchte weiterhin einen Schwerpunkt auf verhältnismäßige Regulierung legen. Was wir für Banken und Wertpapierfirmen erreicht haben, müssen wir auch auf andere Bereiche übertragen. Darüber hinaus werden wir uns in der kommenden Legislaturperiode auch mit den Auswirkungen des Brexits beschäftigen müssen. Für mich ergibt sich aus dem Brexit der Auftrag für eine Stärkung der europäischen Finanzmärkte im Rahmen der Kapitalmarktunion zu sorgen.

Sven Giegold:

Auch in der neuen Legislatur werden wir für harte, aber einfache Regeln streiten. Denn damit dienen wir der Finanzstabilität am besten. Unser Ziel bleibt eine Verschuldungsquote von 10% und harte Vorgaben zur Begrenzung von Risiken aus Schattenbanken. Genauso steckt die Bekämpfung von Geldwäsche in der Bankenunion noch in den Kinderschuhen. Mit der CRD V wie auch der Reform der Europäischen Aufsichtsbehörden stärken wir den Informationsaustausch zwischen den relevanten Behörden. Was Europa aber braucht, ist eine schlagkräftige Truppe gegen Finanzkriminalität mit eigenen Ermittlungsbefugnissen. Auch bei der Proportionalität in der Bankenregulierung gibt es noch einiges zu tun. Nach ersten Erfolgen in der ablaufenden Wahlperiode liegt der Spielball zur Begrenzung des Verwaltungsaufwandes für kleine Banken nun bei der EBA, der wir dabei auf die Finger schauen werden.

Die ähnlichen, aber jeweils leicht unterschiedlichen Regeln für Banken, Versicherungen und Fonds wollen wir langfristig in einem Europäischen Finanzmarktgesetzbuch zusammenfassen und vereinfachen, um unfairen Wettbewerb zu verhindern.

Im Bereich Verbraucherschutz, beispielsweise bei der MiFID-Review, wollen wir den Verbraucherschutz entbürokratisieren und Kleinanleger*innen gleichzeitig für besseren Anlegerschutz sorgen. Dazu braucht es klare, aber harte Regeln und vor allem gute Finanzprodukte. Alle Anleger*innen sollen Zugang bekommen zu Bürgerfonds, die nach schwedischem Vorbild ertragreiche Altersvorsorge zu einer niedrigen Kostenquote ermöglichen.

Marcus Scheuren:

Ich bin Europäer von Geburt, als Beruf und aus Überzeugung. Seit 2001 arbeite ich in Brüssel, seit 2011 als Ökonom im Wirtschafts- und Finanzausschuss des Europäischen Parlaments, zuvor in der liberalen Fraktion im Ausschuss der Regionen, in einer regionalen Landesvertretung in Brüssel, und in einem Start-up zu Europapolitik. Entsprechend meiner bisherigen Tätigkeit liegen meine politischen Schwerpunkte und Interessen in der Finanz-, Währungs- und Steuerpolitik. In diesen Bereichen möchte ich darauf hinwirken, marktwirtschaftliche Prinzipien in der EU weiter zu stärken: durch Abbau von Hindernissen im Finanzmarkt, durch einen transparenten Steuerwettbewerb und durch eine Eurozone, die die fiskalische Eigenverantwortung wieder ernst nimmt („Maastricht 2.0“). Dazu möchte ich in den kommenden fünf Jahren gern einen Beitrag leisten.

Der Parteivorstand/SPD:

Die SPD tritt dafür an, das alte soziale Versprechen Europas einzulösen, auf das die Bürgerinnen und Bürger schon so lange warten. In den letzten Jahren haben sie häufig das Gegenteil eines sozialen Europas erlebt. Statt eines kalten und neoliberalen Europas, bei dem die Schwachen unter die Räder kommen, wollen wir ein modernes und solidarisches Europa, in dem technischer und gesellschaftlicher Fortschritt Hand in Hand gehen, wo wirtschaftliche Dynamik und ökologische Vernunft zusammengehören, wo Bildungs- und Berufschancen für die Jüngeren nicht gegen eine auskömmliche Rente für die Älteren ausgespielt werden, wo es einen Wettbewerb um die besten Innovationen für die Realwirtschaft gibt und keinen Wettbewerb um die schädlichsten Steuervermeidungsmodelle, riskantesten Finanzkonstruktionen oder schlechtesten Arbeitsbedingungen.

von Jegor Tokarevich und Johannes Wappmannsberger, SOF (Substance Over Form Ltd.)

In den am 4.2.19 aktualisierten „BaFin-Hinweisen zum Berichtswesen für Erst- und Rückversicherer und Versicherungsgruppen“ wurde im Kapitel 3.3.13 zum **QRT „S.06.03 - Organismen für gemeinsame Anlagen – Look-Through-Ansatz (Investmentfonds)“** die folgenden Hinweise erstmalig aufgenommen: „Es sind als SII-Wert (C 0060) nur positive Werte zu berichten (außer Derivaten). Sofern eine, Underlying Asset Category' einen negativen Betrag aufweist, ist dieser stattdessen als positiver Wert in „L – Verbindlichkeit“ zu berichten.“

Dieser Hinweis ist nicht neu und beruht auf der DVO (EU) 2015/2450 zum „S.06.03 — Organismen für gemeinsame Anlagen — Look-Through-Ansatz“. Bei der Überarbeitung der BaFin-Hinweise erschien die explizite Aufnahme dieses Punkts wohl besonders wichtig für die deutsche Aufsichtsbehörde.

Die Spezifikation für das TPT V 4.0 Reporting sieht die folgenden Regelungen vor:

- TPT-Felder 22 bis 26 (clean and dirty market value) können grundsätzlich auf zwei Arten gemäß TPT-Logik ausgewiesen werden:
 - (i) entweder als absolute Werte (ohne Vorzeichen) mit dem Vorzeichen im Feld 17b (A für +, L für -) oder
 - (ii) als Werte mit Vorzeichen, wobei das Feld 17b keine Bedeutung hat bzw. leer bleibt.
 - Verschiedene Asset Manager gehen hier unterschiedlich vor und der Empfänger muss sich somit mit der Frage auseinandersetzen, welche Befüllungsart dem jeweiligen TPT zugrundeliegt.
 - Das TPT-Feld 131 (Underlying Asset Category) soll hingegen gemäß TPT-Spezifikation nur dann „L“ ausweisen, wenn es sich um ein Instrument mit CIC 7 oder 8 handelt und der Nominalwert negativ ist. Dies führt dazu, dass z.B. negative Restwerte / sonstige Werte (CIC 0) in 22-26 positiv bzw. als Absolutwerte, in 17b als „L“ und in 131 als 0 (, weil sie kein CIC 7 oder 8 sind,) berichtet werden.
- Folglich können auch absolute Werte, die eigentlich negativ sind, im TPT-Feld 131 als „0“ berichtet werden (woraus das negative Vorzeichen nicht ersichtlich ist).**

Somit ergibt sich die **folgende systematische Inkonsistenz zwischen dem TPT V 4.0 und S.06.03 QRT:**

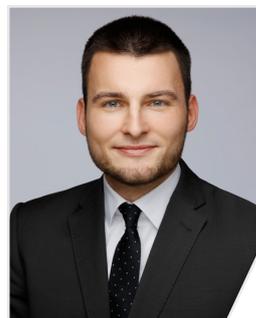
- Bei der TPT-Spezifikation kann das Feld 131 („Underlying Asset Category“) „o“ sein, während dieses für die BaFin-Spezifikation „L“ sein muss, da der Wert negativ ist.
- Sollten Versicherer das QRT S.06.03 auf Basis von den TPT-Feldern 22-26 und 131 befüllen, könnte somit die Situation auftreten, dass negative Werte als positive Werte an die BaFin gemeldet werden, was zu einer Bilanz- und Risikoverzerrung führen würde.

Für den TPT-Empfänger kann die Inkonsistenz auf die folgende Art und Weise so aufgelöst werden, dass alle empfangenen TPT's (i) validiert und (ii) bei Bedarf in eine „Standardsprache“ übersetzt werden. Hierbei kann es sinnvoll sein, den Zielfondsmanagern die TPT-Spezifikation vorzugeben, die mit den System des Empfängers im Einklang steht. Wir haben den Punkt mit den zuständigen Verbänden diskutiert und erwarten eine Änderung in der nächsten TPT-Version.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung!

Kontakt

*SOF (Substance Over Form Ltd.)
SOFI (SOF Infrastructure Ltd.)
197-213 Oxford Street
London W1D 2LF*



Jegor Tokarevich, CEO

Tel.: +49 1744978573

E-Mail: jegor.tokarevich@sof-ltd.com



*Johannes Wappmannsberger
Risk & Reporting Manager*

Tel.: +44 7482082261

E-Mail: johannes.wappmannsberger@sof-ltd.com

by Dr. Daniel Blaseg, E-Finance Lab Frankfurt am Main,
Goethe-Universität Frankfurt

Crowdfunding as Solution to the Early Stage Financing Gap

Young innovative firms are recognized as a leading source of new jobs, economic growth, and radical innovations. However, it is well-known that innovative activities are difficult to finance, and that young firms suffer from constraints on funding that limit their growth and threaten their survival due to the absence of assets, patents, or operating histories.

After the financial crisis, the number and volume of equity financing rounds from venture capital sources declined significantly. Moreover, academics, policymakers, and industry observers all agree that venture capital activity in continental Europe is lackluster. Alternatively, credit is a crucial source of external funding for young enterprises in bank-based financial systems, such as Germany. However, poor bank profitability, paired with tighter regulations to combat risk-taking after the financial and sovereign debt crises, imply that young firms' access to bank credit is hampered, resulting in a severe funding gap for entrepreneurial firms.

Over the last decade, equity crowdfunding has emerged as an essential source of funding for entrepreneurs. Equity crowdfunding is an increasingly popular source of external finance for young entrepreneurial firms. With a volume of roughly EUR 630 million in more than 1,000 deals across Europe in 2017, equity crowdfunding already accounts for about 5% of the early stage financing market volume and is expected to continue at a fast pace. Also, among German startups, equity crowdfunding is the third-most popular source of external capital, after bank finance and venture capital. Thus, the German equity crowdfunding market is an early adopter and has some of the oldest and largest equity crowdfunding platforms around the world.

However, is equity crowdfunding indeed a viable alternative to previous traditional financing forms of new firms? Or, does equity crowdfunding attract entrepreneurs who did not receive funding elsewhere for a very good reason: poor quality? Can a possibly uninformed crowd identify the lemons

from the lollipops in the project pool of the economy more successfully than outside equity investors and banks? The implications of whether or not equity crowdfunding attracts the best or worst entrepreneurs are important for academics, practitioners, and policymakers.

Institutional Background of Crowdfunding and Theoretical Predictions

Crowdfunding is an umbrella term used to describe the practice of funding a project by raising many small monetary contributions from a large group of individuals in exchange for some form of reward through an online platform. However, crowdfunding has diversified considerably since its inception. Based on what the investors receive in exchange for their supply, crowdfunding models can be classified into four main categories: First, crowdfunding can take the form of donations, where backers pledge money to a project and do not receive something tangible in return. Second, reward-based crowdfunding offers backers a non-financial reward, such as the product or service to be produced with the funding, in return for their contribution. Third, the lending-based model includes the funding of loans from a crowd, where backers receive fixed periodic interest payments. Fourth, the equity model provides backers with the possibility to invest in a firm and to receive a share of the profits.

In the beginning, crowdfunding was mainly used to finance cultural activities and philanthropic initiatives. However, it has become an important source of funding for entrepreneurial firms and has attracted attention and interest in its potential of policymakers, regulators, and the public over the last few years. Especially equity-based crowdfunding is seen as a method for boosting economic growth by relaxing capital constraints in entrepreneurial finance.

Recent academic research suggests that crowdfunding relaxes geographic constraints and distance-related frictions in entrepreneurial finance. Also, crowdfunding is a significant driver of financial inclusion by democratizing access to investments and capital for groups that have historically been underrepresented in capital markets. Moreover, crowdfunding leads to the growth and foundation of new firms, the financing of innovative products, and local

entrepreneurial investment. On the other side, investors can discover investment opportunities that had been accessible only to professional investors and decide what to fund. However, raising funds is not the only benefit of crowdfunding. Obtaining feedback and validating the market at an early stage, as well as increased attention, help entrepreneurs to develop their ideas.

Equity crowdfunding in Germany involves the issue of equity-like mezzanine financial instruments, such as silent partnerships and subordinated loans, which combine many features of traditional sources of debt and equity. The financial instruments used are structured to mimic an equity investment, comparable to venture capital in the firm, enabling the crowd to participate in the future cash flows and the proceeds from a potential exit or liquidation. One of the most called features of equity crowdfunding is the possible benefit for firms from interacting with a heterogeneous crowd of investors, who could provide support similar to venture capitalists. Indeed, this potential benefit comes at the risk of expropriation by publishing information to a semi-anonymous crowd in an early stage. While these similarities show that equity crowdfunding could substitute venture capital from a capital structure perspective, there are some debt-like features, which require the comparison to debt finance as an alternative source of financing. Similar to bank financing, the crowd investment has a limited maturity of 5-7 years, including no voting and limited monitoring and enforcement rights. While the choice between bank finance and venture capital depends on several factors, such as the specific sensitivities of effort and performance and the variations in ownership structure, the comparison outlined above shows that equity crowdfunding can be regarded as a substitute to venture capital and bank finance in an unconstrained, optimal setting from a firm's perspective.

While equity crowdfunding combines many features of existing financing methods and takes its place alongside the traditional range from a capital structure perspective, it is an open question whether equity crowdfunding can mitigate funding constraints from bank financing and venture capital by efficiently selecting good-quality projects or whether equity crowdfunding is a source of funding for bad-quality projects that diminish social surplus.

By continuously screening the market to find promising investment opportunities, venture capitalists have developed superior screening and monitoring capabilities to address information asymmetry problems. Banks rely on transaction lending technologies such as relationship lending for the selection of opaque ventures. Equity crowdfunding follows a different mechanism for selecting ventures. The platform performs only limited due diligence using its team analysts and a check of formal criteria, such as available documentation and organizational factors to select firms that can launch a campaign on the platform. However, the final decision on which firms receive funding is left to the investors. Equity crowdfunding platforms are non-bank financial institutions that provide intermediation services for the offering and sale of mezzanine financial instruments to the general public. These services include the provision of standardized contracts, technology infrastructure for the transactions, and investor relations. To reduce investors' transaction costs, they also provide standardized information, such as pitch decks, financials, and valuations sourced from the firm, without guaranteeing their correctness though. Yet, rapidly growing crowdfunding markets worldwide have prompted some countries (e.g., Italy, the United Kingdom, France, Germany, Spain) to develop specific crowdfunding regulations with the goal of protecting non-professional investors and increasing the transparency of offers in the shadow banking market.

Contrary to underwriting banks, the equity crowdfunding platforms are not liable for the information they provide and take limited responsibility after a crowdfunding campaign. Revenue is mostly generated from success fees for offerings that exceed their minimum requested amount. This can induce platforms to act on a short-term focus by maximizing the number of projects and outsourcing the costly due diligence process to the crowd. An effective selection by the crowd requires individuals who make an informed investment decision after proper due diligence, which is unreasonable to expect for two reasons. First, it is difficult for investors to assess the true ability of the management team or the underlying quality of the firm in the absence of a face-to-face interaction. Second, the crowd in equity crowdfunding consists mostly of uncoordinated amateurs. The crowd is subject to herding behavior and has little incentive to spend much time on extensive due diligence due to small amounts

invested and small returns. As such, it is questionable whether the combination of limited due diligence by the platform and reliance on the collective decision of the crowd is an effective mechanism for selecting good-quality projects.

In short, it is an open question whether the firms that use equity crowdfunding are either of low quality that have nothing to signal, or whether they are of high-quality but failed to effectively signal their quality to, and secure, other sources of capital.

Empirical Evidence from the German Equity Crowdfunding Market

In a current research project, my coauthors Douglas Cumming (Florida Atlantic University), Michael Koetter (Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle) and I test whether the emergence of equity crowdfunding is both attractive and successful for entrepreneurial firms. Thereby, we shed light on the broader question of whether equity crowdfunding is conducive to match small denomination savers efficiently with innovative projects or if an uninformed investor crowd is more likely lured by proverbial lemons from the project pool. To this end, we manually collect a sample of 326 German firms, of which 163 ran an equity crowdfunding campaign, between 2008 and 2015. To gauge potential funding constraints faced by these firms, we collect their bank relationship(s) and develop multiple bank distress indicators to approximate potential credit frictions. These firms do business with 83 banks, underscoring the importance of bank credit in the German financial system even as an early-stage financier.

Also, we identify if an equity investor was invested in the firm, which should reduce funding constraints. This information is combined with hand-collected and web-crawled data on financials, ratings, management teams, and campaign-specific traits to answer two main questions. First, whether we can identify the determinants of young firms' choices to tap the crowd for funding and, second, how likely crowdfunded firms are to fail. Failure would ultimately unveil these firms as lemons rather than lollipop projects not efficiently selected by the mechanisms in equity crowdfunding.

An important first result is that young firms are significantly more likely to use equity crowdfunding if they are connected to banks that were bailed out by the German government after the financial crisis. This relationship also holds for a range of alternative bank stress indicators, such as the existence of restructuring plans filed with the European Banking Authority or the exposure of local banks to foreign financial shocks via their bank holding companies. Likewise, the presence of an outside equity investor reduces these odds substantially. Thus, it seems that tighter funding constraints induce firms to take to the crowd for funding.

Moreover, we find that young firms do not choose equity crowdfunding randomly. Our evidence clearly points to a lower likelihood for firms that are larger, more liquid, less unprofitable, and rated well to use equity crowdfunding. Besides financial profiles and ratings, we also provide evidence that more tacit indicators, in particular, management team traits, matter in the choice of equity crowdfunding. Specifically, younger and less experienced management teams with female participation tend to use equity crowdfunding. Together, these results suggest that firms of lower-quality consider the less conventional method of equity crowdfunding to raise external finance.

We next assess whether projects that use equity crowdfunding are more likely or not to be successful for the investors. Specifically, we conduct two tests that are both based on manually-collected insolvency data for each of the 326 firms between 2011 and 2016. First, we explain the probability of failure conditional on the firm having self-selected into equity crowdfunding. This within-comparison of equity crowdfunding users shows that unprofitable firms with less-experienced management teams and bad ratings are more likely to fail. Second, we predict the failure hazard of all firms, conditional on all three forms of external financiers: distressed banks, outside equity investors, and equity crowdfunding. These results suggest that connections to distressed banks increase failure probabilities in a very similar fashion as does the participation in equity crowdfunding campaigns. The presence of an equity investor, by contrast, has no significant individual effect on the failure probability of firms. Even

together with alternative funding sources, however, the presence of an outside equity investor does not mitigate the increase in failure odds driven by equity crowdfunding and distressed banks.

Overall, the empirical evidence for this German sample suggests that equity crowdfunding is more likely to attract lemons rather than lollipops from the project pool. An efficient substitution of more traditional forms of financing like bank credit, therefore, appears unlikely in the near future. The magnitude of this effect is comparable to the attraction of lemons by distressed banks. The result that early-stage equity capital provided by outside equity investors mitigates these increases in probabilities of default of young firms, therefore, calls for enhancing equity provision, in particular, and access to equity, in general, in lockstep with further development of innovative sources of finance, like equity crowdfunding in Germany and possibly continental Europe.

Discussion and Conclusion

In sum, we provide empirical evidence from Germany that the average quality of firms that seek equity crowdfunding is lower than the average quality firm in a matched sample of comparable firms, and equity crowdfunded firms are less likely to be successful over time. These findings imply that the wisdom of the crowd is, on average, not as good as one might have hoped. It is an important finding for practitioners and scholars, as this evidence adds to our understanding of adverse selection and how it can be more pronounced than other contexts with less than sophisticated investors, even in the presence of new technologies that may alleviate or mitigate those costs. Likewise, this is an important finding for practitioners and policymakers to work towards policies that strengthen due diligence and information sharing to warn potential investors. Most important, investors should screen firms carefully and focus on credible signals about the quality of the project, such as the quality of the management team, before investing.

It is important to note, however, that the estimates here are based on the average firm in the sample and not the outliers. There are two types of outliers: 1) very bad and, in some cases, even fraudulent firms; and 2) extremely successful firms. Markets like crowdfunding, with very low listing standards, are often viewed like lotteries, as the payoffs are very skewed and can be enormous for a small number of very successful firms. For example, some equity crowdfunded firms have turned out to be extremely successful, such as Rewalk Robotics Ltd, which achieved an IPO in 2014 on NASDAQ or Erdbär GmbH in Germany, which was acquired by the Hero Group and yielded a return of more than 300% to the crowd investors.

However, our evidence appears to be consistent with the view that crowdfunding fills an even more risky spectrum of the early stage financing market than traditional sources of capital. However, future work is needed to better understand the intersection between different forms of finance, the optimal mix of venture capital, angels and crowdfunding in different economic and institutional environments, and the efficient role for legislation and government programs, so that each of these segments might best complement another.

Kontakt



*Dr. Daniel Blaseg,
Postdoctoral Researcher*

*E-Finance Lab Frankfurt am Main,
Goethe-Universität Frankfurt
Theodor-W.-Adorno-Platz 3
60323 Frankfurt am Main*

*Tel.: +49 69 798 34 638
E-Mail: blaseg@wiwi.uni-frankfurt.de*

**14. - 15.
Mai**

BAI Alternative Investor Conference (AIC) Kap Europa, Frankfurt

30% Rabatt für BAI-Mitglieder

- Die Branchenkonferenz rund um das Thema Alternative Investments
- Assetklassen- und produktübergreifend
- Ausgerichtet auf institutionelle Investoren

Freuen Sie sich auf interessante Fachvorträge und Panel-Diskussionen zu neuen Trends und Entwicklungen in den Bereichen Asset Management, Portfoliostrukturierung, Risikomanagement und Regulierung. Wir erwarten erneut rund 500 Teilnehmer. Beim Get-together wird **Henry Maske**, Olympiasieger und IBF-Weltmeister, einen spannenden Vortrag halten.

Mit hochkarätigen Keynote Speakern:

- Prof. Dr. Hans-Peter Burghof, Universität Hohenheim, zu Effizienz und Stabilität von Finanzsystemen: Die systemische Perspektive
- Prof. Dr. Aloys Prinz, Westfälische Universität Münster, zur Niedrigzinspolitik aus mikroökonomischer Sicht
- Prof. Dr. Rudi Zagst, Technische Universität München (TUM), zu Einsatz und Güte von finanzmathematischen Modellen bei der Kapitalanlage
- Michael Dittrich, Deutsche Bundesstiftung Umwelt, zur Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage

Zwei Closed Door Events - ein spezieller Investorenworkshop mit einer Case Study von **Dr. Oliver Schlick**, TUM, zum Umgang mit finanzmathematischen Modellen beim Einsatz in der Kapitalanlage, und einem Impulsvortrag von **Kathrin Kalau-Reus**, Bayerische Versorgungskammer, zu „Infrastrukturinvestments in der Bayerischen Versorgungskammer – Ein Ein- und Überblick“ sowie das Investorendinner mit den Key-note Sprechern - runden die AIC ab. Das Programm und die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie unter www.ai-conference.com.

**16.
Mai**

16. Deutsche Investorenkonferenz Frankfurt

20% Rabatt für BAI-Mitglieder

Seit Jahren läuft das Private-Equity-Geschäft wie geschmiert. Dynamische Konjunktur, steigende Bewertungen und niedrige Zinsen: Der Dauer-Optimismus unter den Private-Equity-Investoren bekommt jedoch zarte Kratzer: Viele Häuser sind aus der Automobilbranche geflüchtet. Sind deutsche Technologieunternehmen schon so weit, ihnen eine neue Zuflucht zu bieten? Es mehren sich die Anzeichen, dass die Konjunktur abkühlt – und das nicht nur wegen der schwächelnden Automobilindustrie. Müssen die Investoren der Private-Equity-Fonds deshalb ihre Private-Equity-Strategien überdenken? Bei der nächsten Ausgabe der „Deutschen Investorenkonferenz (DIK)“ werden wir diese und viele weitere Themen unter die Lupe nehmen. Die DIK verspricht Eindrücke aus erster Hand – in Case Studies, Vorträgen und lebhaften Diskussionsrunden.

Weitere Informationen finden Sie unter <https://www.finance-magazin.de/events/deutsche-investorenkonferenz/>

**20.
Mai**

New Energy Investor Summit Zürich

Networking für Projektentwickler und Investoren im Bereich Erneuerbare Energie

Auf dem New Energy Investor Summit treffen sich jedes Jahr Europas Entscheidungsträger aus dem Bereich der erneuerbaren Energien. Keynote-Präsentationen, Workshops und Podiumsdiskussionen geben den Teilnehmenden einen Informationsvorsprung und die Möglichkeit Best-Practice-Lösungen zu diskutieren. Die Teilnehmenden haben an diesem Tag die Gelegenheit sich mit dem Top-Management von finanzstarken Investoren, Projektentwicklern, Anbietern von Investitionsmöglichkeiten und Dienstleistern über bevorstehende Projekte auszutauschen. Das traditionelle Networking-Dinner am Abend ermöglicht es den Teilnehmenden in entspannter Atmosphäre neue Kontakte zu knüpfen und bestehende Geschäftsbeziehungen zu stärken.

Weitere Informationen finden Sie hier: www.investorsummit.ch

**4. - 5.
Juni**

22. Jahrestagung Portfoliomanagement Hotel Hilton City-Centre in Frankfurt am Main

Am 4. und 5. Juni 2019 trifft sich die Spitze des institutionellen Asset Managements zur 22. Jahrestagung Portfoliomanagement in Frankfurt am Main. Ein hochkarätiges Referentenfeld bietet interessierten Investoren innovative Antworten auf die aktuell drängenden Fragen der institutionellen Kapitalanlage. Das diesjährige Thema der Konferenz lautet:

"Märkte getrieben von Politik und technischem Wandel – ein Paradigmenwechsel für institutionelle Investoren?"

Es erwartet Sie ein abwechslungsreiches und spannendes Programm mit herausragenden Sprechern, wie z.B.:

- **Prof. Dr. Otmar Issing:** Ehemaliges Mitglied des Vorstands der deutschen Bundesbank und von 1998-2006 Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank.
- **Howard Marks:** Co-Chairman und Founder von Oaktree Capital. Bestseller-Autor und außerdem Verfasser der viel beachteten "Oaktree Memos".
- **David Bridges:** Senior Geopolitical Analyst bei Fidelity und zuvor 25 Jahre Mitarbeiter der CIA. Dort zuletzt als Mitglied des Senior Intelligence Service.
- **Prof. Campbell Harvey:** Finance-Ikone der renommierten Duke University. Höchstes internationales Renommée. Herausgeber des Journal of Finance von 2006 bis 2012.
- **Prof. Saikat Chaudhuri:** Rising Star der Wharton School (University of Pennsylvania). Führender Experte für Innovation Management.

300 Teilnehmer von institutionellen Investoren, Asset Managern und Consultants nutzen dieses Branchen-Highlight als Inspiration für ihre täglichen Herausforderungen.

Programm und Anmeldemöglichkeiten finden sich unter <https://www.jahrestagung-portfoliomanagement.de>.

**12. - 13.
Juni****PDI Germany Forum
München**

10% Rabatt für BAI-Mitglieder

Join the rapidly growing network of private debt professionals as interest in the asset class continues to increase. The PDI Germany Forum, on 12-13 June in Munich, offers a unique gathering place for global managers and local LPs to explore how allocations in the Mittelstand can best provide yield for these investors.

The interactive agenda will include invaluable networking opportunities with key stakeholders in the industry, as well as offering exclusive insights into local LP priorities, regional economic and regulatory drivers, Germany's perspective on Brexit and private debt, and much more.

Download the agenda here: <https://www.peievents.com/en/event/pdi-germany-forum-2019/resources/>



AUSFÜHRLICHE
INFORMATIONEN
UNTER:
WWW.EBS-PFI.DE

SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

Kompaktstudiengänge ■ Infrastruktur
■ Private Equity ■ Socially Responsible Investments

Kompaktstudium Infrastruktur

- Fokus auf Infrastruktur als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche und regulatorische Grundlagen
- Formen der Infrastrukturinvestition: Eigen- vs. Fremdkapital
- Infrastrukturanlagen in der Asset Allocation
- Fallstudien über einen kompletten Investitionszyklus
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

Start 4. Jahrgang: 10. September 2019

Kompaktstudium Private Equity

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

Start 17. Jahrgang: 16. September 2019

Kompaktstudium Socially Responsible Investments

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

Start 3. Jahrgang: 23. September 2019

**PFI.**
Private Finance Institute

**BAI** / Diversifikation zählt.

**FNG**
FORUM NACHHALTIGE GELDANLAGEN

EBS Executive Education

*PFI Private Finance Institute /
EBS Finanzakademie,
Hauptstraße 31, 65375 Oestrich-Winkel
Tel.: +49 6723 8888 0, pfi@ebs.edu
www.ebs-pfi.de*

EBS  Executive Education

Vorstellungen von Büchern und Datenbanken

An dieser Stelle im Newsletter möchten wir Ihnen interessante Veröffentlichungen zum Thema „Alternative Investments“ vorstellen. Dies sind neben Büchern auch Datenbanken, herausragende akademische Arbeiten wie Habilitations- und Promotionsschriften oder Diplom/Master-Arbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen. Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an die BAI-Geschäftsstelle unter 0228 969870 oder gaul@bvai.de.



Wertpapierhandelsrecht

Assmann/Schneider/Mülbart (Hrsg.)

Verlag Dr. Otto Schmidt, 7., überarbeitete Auflage 2019. 3456 S., ISBN 978-3-504-40089-7, 299 EUR

Auf einen Blick

Der Assmann/Uwe H. Schneider gilt als eines der ganz großen Standardwerke im Kapitalmarktrecht. Die Neuauflage erscheint nun – den weitreichenden Änderungen geschuldet – als Kommentar zum Wertpapierhandelsrecht.

Unter der Mitherausgeberschaft von Mülbart werden darin neben dem WpHG alle einschlägigen Europäischen Verordnungen erläutert: MAR, PRIIP, MiFIR, Leerverkaufs-VO, EMIR. Mit dieser topaktuellen Zusammenstellung des deutsch-europäischen Kapitalmarktrechts in seiner neuen komplexen Gestalt leistet der Kommentar und sein fachlich herausragendes Autorenteam wieder Pionierarbeit der Extraklasse – und das in einem Band!

Umstürzende Entwicklung

Geprägt durch einen hyperaktiven deutschen und europäischen Gesetzgeber hat sich das Wertpapierhandelsrecht in den letzten Jahren, insbesondere in jüngster Zeit, nachhaltig verändert.

Mehr denn je sind bei der Neuauflage die praktische Durchdringung der Rechtsmaterie und deren hochkarätige Aufarbeitung gefragt, haben wir es nun mit einer umstürzenden Entwicklung zu tun: der nahezu vollständigen Europäisierung des Kapitalmarktrechts durch unmittelbar geltendes Verordnungsrecht.

In seiner 7. Auflage bietet Ihnen das Werk wieder wegweisende Lösungen: durchdacht, konzeptionell stark, kompetent, anspruchsvoll, eigenständig, meinungsbildend. Es sorgt erneut für Klarheit, Ordnung und Sicherheit bei der Anwendung des neuen Rechts.

Die Neuerungen

Das WpHG mit unzähligen Änderungen, vor allem durch

- 1. FiMaNoG
- 2. FiMaNoG

Natürlich auf topaktuellem Stand bis hin zum Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-ProspektVO und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 10.07.2018.

- Fünf einschlägige EU-Verordnungen
- Marktmissbrauchs-Verordnung (MAR)
- Basisinformationsblatt-Verordnung (PRIIP)
- Finanzmarkt-Verordnung (MiFIR)
- Leerverkaufs-Verordnung
- Marktinfrastruktur-Verordnung (EMIR)

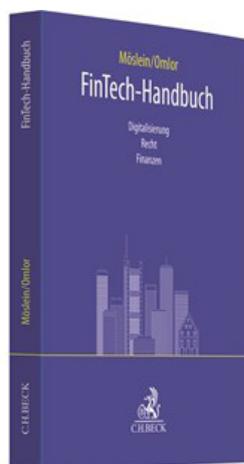
Die weiteren Vorteile

Alles wird unter Berücksichtigung und Einbindung der normkonkretisierenden nachgeordneten Rechtsakte – DeVO, nationale VO, Merkblätter, Leitfäden etc. – kommentiert. Die Vorschriften werden in ihrer ganzen Komplexität aufgegriffen und übersichtlich in den Gesamtzusammenhang gestellt.

Zu den bisherigen Herausgebern Heinz-Dieter Assmann und Uwe H. Schneider ist Peter O. Mülbart hinzugekommen – einer der führenden Experten im Europäischen Kapitalmarktrecht. Alle drei Herausgeber haben die große Herausforderung angenommen und mit Bedacht und Umsicht an der Konzeption der Neuauflage gefeilt. Meistern konnte diese Herausforderung selbstverständlich nur ein Autorenteam, das sich nochmals verstärkt hat und mit unermüdlichem Engagement ans Werk gegangen ist.

Zielgruppe:

Rechtsanwälte, Aktiengesellschaften (insb. Rechtsabteilungen), Finanzdienstleistungsinstitute und institutionelle Anleger (Banken, Versicherungen, Fonds), private Anleger (vom Kleinanleger bis zum Großinvestor), Anlageberater, Börsen, Behörden



FinTech-Handbuch

Möslein / Omlor

C.H.BECK 2019, 655 S. Hardcover (In Leinen), ISBN 978-3-406-71366-8, 179 EUR

Seit mehreren Jahren verfolgt der BAI die rasanten, disruptiven, technologiegetriebenen Entwicklungen im Finanzdienstleistungsbereich aufmerksam, beleuchtet die Themenbereiche FinTech, Blockchain, Distributed-Ledger-Technologie, ICOs etc. bei eigenen Veranstaltungen, dem BAI Newsletter und vertritt die Belange der Investmentbranche gegenüber Behörden und Gesetzgeber. Exemplarisch seien bspw. die BAI Newsletter oder Themenschwerpunkte auf der BAI-Internetseite genannt, die dem Thema FinTech gewidmet waren oder sind.

Das hier besprochene neue FinTech-Handbuch von Prof. Dr. Florian Möslein und Prof. Dr. Sebastian Omlor von der Universität Marburg widmet sich den neuen Erscheinungen, Entwicklungen und Anwendungsmöglichkeiten so breit wie tief: Mit dem Buch-Untertitel „Digitalisierung – Recht – Finanzen“ gliedert sich das Werk in drei Teile.

- Der erste und allgemeine Teil behandelt die übergreifenden Grundlagen von FinTech wie die wirtschaftliche Marktentwicklung und die institutionelle, bankpraktische Einbettung von Akteuren, aber auch das technologische Fundament mit Blockchain, anderen Digitalisierungsphänomenen und der Distributed-Ledger-Technologie.
- Der zweite Handbuchteil behandelt die spezifischen Finanzdienstleistungsgeschäfte, die durch FinTechs abgewickelt werden – dargestellt werden der Zahlungsverkehr, die Beteiligungsfinanzierung (Crowdfunding) wie die Kreditfinanzierung (Crowdlending), das Effektengeschäft, die Vermögensanlage und das Versicherungsgeschäft. Zahlreich sind die Anwendungsmöglichkeiten für FinTech im Asset-Management-Bereich und die Querbezüge zu Themen, welche die Fondsbranche generell betreffen. Abwicklung von Zahlungen oder die Verwahrung von Wertpapieren und anderen Vermögenswerten mittels neuer Technologien, ja auch die sog. „Tokenisierung“ von Sachwerten bieten großes Potential, ihnen wohnt aber auch Kraft zur Disruption inne. Die BaFin veröffentlichte im vergangenen Jahr bspw. ein Hinweisschreiben zur Frage, ob Token oder virtuelle Währungen/Kryptowährungen, die bei Initial Coin Offerings (ICOs) an Anleger vertrieben werden, als Finanzinstrumente anzusehen sind. Sie erörtert im Hinweisschreiben die regulatorische Einordnung von Token im Bereich der Wertpapieraufsicht. Erfüllt ein Token die Voraussetzungen eines Anteils an einem Investmentvermögen, ist auf diesen das KAGB anzuwenden. Crowdfunding ist eine neue Art der Beteiligungsfinanzierung auf Eigenkapitalbasis, die vorwiegend in den Assetklassen Venture Capital, z.T. Private Equity, aber auch im Immobiliensektor auftreten – ebenso wie Crowdlending (bzw. Loan-

Based Crowdfunding) die Vergabe von Fremdkapital über elektronische Plattformen meint. Letzteres Geschäftsmodell kann auch als Ausprägung von Private Debt gesehen werden, des „banking without banks“ oder eben der Kreditfinanzierung durch Nicht-Banken. Hochfrequenzhandel – auch dies ein Thema der Alternative-Investments-Industrie – runden das Themenspektrum ebenso ab wie Fragen der Kapitalanlage (Anlageberatung durch Robo-Advisor) oder den Online-Vertrieb von Versicherungsprodukten.

- Der dritte Teil des Handbuchs widmet sich der internationalen Dimension mit Länderberichten zu den USA, zu Großbritannien, Österreich und der Schweiz und bietet auch Raum für die Darstellung regulatorischer Konzepte wie „Sandkästen“.

Das umfassende Kompendium zur FinTech-Branche.

Die Schwerpunkte:

- Zahlungsverkehr (Payments)
- Beteiligungsfinanzierung (Crowdfunding, Crowdinvesting)
- Kreditfinanzierung (Crowdlending)
- Effektengeschäft
- Vermögensanlage (Robo Advice)
- Versicherung (InsurTech)
- Geld/Zahlungsmittel
- Blockchain

Das neue Werk

stellt die FinTech-Branche erstmals in ihrer gesamten Breite dar. Das Handbuch behandelt die dogmatischen Grundlagenfragen ebenso wie die forensische Anwendungspraxis, die technischen Funktionsweisen und die ökonomische Rahmendaten. Zivil- und Aufsichtsrecht finden ebenso Berücksichtigung wie die ökonomischen und internationalen Bezüge.

Herausgeber

Prof. Dr. Florian **Möslein**, Dipl.-Kfm., LL.M., und Prof. Dr. Sebastian **Omlor**, LL.M., LL.M. Eur., Ko-Direktoren des Instituts für das Recht der Digitalisierung an der Philipps-Universität Marburg sowie das hochkarätige Autorenteam sind führende Experten in den einzelnen Bereichen.

Bestens geeignet

für Rechtsanwälte im Finanz-, Bank-, Kapitalmarkt-, Versicherungs- und IT-Recht sowie für FinTech-Inhouse-Juristen und Unternehmensberater.



Investmentanteile

Häuselmann

C.H.BECK 2019. 373 S. Hardcover (In Leinen), ISBN 978-3-406-73321-5, 149 EUR

Für alle Rechtsfragen zu Investmentanteilen.

Sicheres Investment

Das neue Handbuch bietet eine kompakte und gleichzeitig umfassende Darstellung der bei einer Investition in inländische und ausländische Investmentanteile auftretenden Fragestellungen, sei es organisationsrechtlicher, aufsichtsrechtlicher, bilanzrechtlicher oder steuerlicher Natur. Dem Investitionszyklus folgend beantwortet es sämtliche praxisrelevanten Rechtsfragen, die sich beim Erwerb der Investmentanteile, der Ertragsvereinnahmung, bei ihrer Stichtagsbewertung und der Veräußerung ergeben.

Für alle Investitionsformen

Das Werk stellt die unterschiedlichen Erscheinungsformen von Investmentvermögen und Investmentanteilen vor. Dazu wird die rechtliche und organisatorische Struktur von Investmentvermögen und der Beteiligung der Anleger daran, sowie die wirtschaftliche Ausgestaltung von Investmentvermögen erörtert.

Der Autor

Holger Häuselmann ist ein aus der langjährigen Beratung in- und ausländischer institutioneller Investoren und Finanzdienstleister erfahrener Rechtsanwalt, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater.

Besonders wertvoll für

- betriebliche Anleger
- institutionelle Anleger
- Privatanleger
- Anbieter von Investmentprodukten
- Finanzdienstleister
- Aufsichtsbehörden, Finanzbehörden
- Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer