

Mitherausgeber

KING&WOOD
MALLESONS



KRYPTOWÄHRUNGEN UND TOKEN IN DER UNTERNEHMENSFINANZIERUNG

Einsichten und Aussichten

Aus der Reihe: Innovation in Corporate Finance

März 2020

INHALT

DAS KONZEPT.....	3
DIE VORDENKER.....	4
DAS THEMA	5
DIE THESEN.....	6
DIE ERLÄUTERUNGEN.....	9

DAS KONZEPT

„Innovation in Corporate Finance“ ist eine Veranstaltungsreihe und White Paper Series des FINANCE Think Tanks Corporate Banking & Finance. In dieser Reihe untersucht der Think Tank relevante Themen der Corporate Banking & Finance Community.

Der Think Tank geht von der Annahme aus, dass ein Thema aus allen relevanten Perspektiven beleuchtet werden sollte, um ein tiefes und umfassendes Verständnis zu entwickeln. Darum versammeln wir eine sorgfältig ausgewählte Gruppe exzellenter Vordenker, um in einer mehrstündigen Brainstorming Session über das gewählte Thema zu diskutieren.

Im Anschluss an die Diskussionsrunde erstellt der Think Tank ein White Paper, das der interessierten Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt wird.

Die in dem White Paper formulierten Thesen spiegeln nicht notwendigerweise die Ansicht der einzelnen Vordenker und auch nicht zwingend die Einschätzung des Mitherausgebers wider. Für die Formulierung und inhaltliche Begründung der Thesen zeichnet ausschließlich der FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance verantwortlich.

Der Think Tank sieht das White Paper als Gedanken- und Diskussionsanstoß und will damit eine Debatte beginnen oder fortführen. Darum ist jede kritische Rückmeldung höchst willkommen. Nur gemeinsam erlangen wir die Erkenntnis, die der Markt für eine erfolgreiche Entwicklung benötigt.



Bastian Frien
Gründer und Geschäftsführer
FINANCE Think Tank

✉ bastian.frien@finance-thinktank.de

DIE VORDENKER

Tim Austrup, Leiter Unternehmensfinanzierung, Helaba Landesbank Hessen-Thüringen

Dr. Philipp Baecker, Partner, Bain & Company

Jan Brzezek, CEO, Crypto Finance AG

Prof. Dr. Christian Debus, Partner, Leiter Bereich „Finanz- und Treasury Management“, KPMG

Dr. Martin Diehl, Leiter der Analyse Zahlungsverkehr und Abwicklungssysteme, Deutsche Bundesbank

Bastian Frien, Geschäftsführer, FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance

Oliver Gaberle, Partner, Financial Services M&A, Transaction Advisory Services, Ernst & Young

Rudolf Haas, Rechtsanwalt, Partner, King & Wood Mallesons

Jens Hachmeister, Managing Director, DLT, Crypto Assets and New Market Structures, Deutsche Börse

Dr. Udo Milkau, Chief Digital Officer, Transaction Banking, DZ Bank

Hans-Jörg Nauer, Director Global Capital Markets & Thematic Research, Allianz Global Investors

Wanja S. Oberhof, Mitglied des Aufsichtsrats, Uptech AG

Andreas Sowa, Head of Treasury (und Vorstand VDT), McKesson Europe AG

Michael Spitz, Geschäftsführer, Main Incubator GmbH

Dr. Siegfried Utzig, Direktor, Bundesverband deutscher Banken

Anmerkungen:

Die in dem White Paper formulierten Thesen spiegeln nicht notwendigerweise die Ansicht der einzelnen Vordenker und auch nicht zwingend die Einschätzung des Mitherausgebers wider. Für die Formulierung und inhaltliche Begründung der Thesen zeichnet ausschließlich der FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance verantwortlich.

Die genannten Positionen hatten die Vordenker zum Zeitpunkt der Teilnahme an der Diskussionsrunde inne.

DAS THEMA

Der Markt für Kryptowährungen entwickelt sich in Wellen, die mit unterschiedlichen Ausprägungen einhergehen. In chronologischer (aber sich natürlich überlappender) Reihenfolge sind folgende thematische Wellen zu beobachten:

- ➔ ungedeckte Kryptowährungen wie Bitcoin
- ➔ Utility Token
- ➔ Stable Coins (gedeckte Kryptowährungen)
- ➔ Security Token

Alle vier Spielarten unterzieht dieses White Paper einer eingehenden Betrachtung. Die Kernfrage lautet, welche Rolle Kryptowährungen künftig in der Finanzierung und im Zahlungsverkehr „klassischer“ Unternehmen spielen werden.

Es geht explizit nicht um die technologischen Möglichkeiten, auf denen Kryptowährungen fußen. Konzepte wie die Blockchain bieten zwar neue Ansätze, diese können aber auch – und vielleicht vor allem – in den etablierten Währungen genutzt werden.

Für die Darstellung haben wir folgende Gliederung gewählt:

- ➔ Kryptowährungen als Geldersatz
- ➔ Kryptowährungen im Zahlungsverkehr
- ➔ Finanzierung über „etablierte“ Kryptowährungen
- ➔ Finanzierung über eigene Token
- ➔ Perspektiven des Markts und der Marktteilnehmer



DIE THESEN

KRYPTOWÄHRUNGEN ALS GELDERSATZ

- These 1 - Gedeckte und ungedeckte Kryptowährungen sind zwei verschiedene Welten.
- These 2 - Die Nachfrage nach ungedeckten Kryptowährungen wird bislang im Wesentlichen von Spekulanten aus den reichen Ländern getrieben.
- These 3 - Der entscheidende Impuls für einen Durchbruch als Zahlungsmittel könnte von Menschen ohne Zugang zu stabilen Währungen kommen, für die Stable Coins attraktiver sind.
- These 4 - Auch in den stabilen und starken Ländern gibt es derzeit ein Zeitfenster für den Durchbruch von Kryptowährungen.
- These 5 - Ein entscheidender Erfolgsfaktor ist die positive Begleitung privater Kryptowährungen durch den Regulator.
- These 6 - Durchsetzen werden sich private Kryptowährungen nur, solange das etablierte Geldsystem Mängel aufweist.
- These 7 - Private Kryptowährungen treiben die Zentralbanken in eigene digitale Währungen – damit könnte das Momentum verloren gehen.

KRYPTOWÄHRUNGEN IM ZAHLUNGSVERKEHR

- These 8 - Im Zahlungsverkehr spielen Kryptowährungen bislang keine Rolle. Derzeit sind die Banken noch sehr zurückhaltend in der Abwicklung, obwohl die technischen Voraussetzungen erfüllt sind.
- These 9 - Die Unternehmen treiben das Thema Kryptowährungen nicht, solange die Kunden diese Option nicht nachfragen und sie sich nicht in Kryptowährungen finanzieren wollen.
- These 10 - Für eine breite Akzeptanz müssen verschiedene Sicherheitsbedenken der Unternehmen ausgeräumt werden.

FINANZIERUNG ÜBER „ETABLIERTE“ KRYPTOWÄHRUNGEN

These 11 - Der Bedarf an Finanzierung in Kryptowährungen ist derzeit gering, die internen Hürden sind hoch.

These 12 - Die Anforderungen an Krypto-Finanzierungen sind dieselben wie an klassische (Fremdwährungs-)Finanzierungen.

These 13 - Die Unsicherheit über die Zukunft klassischer Finanzierungspartner könnte eine Chance bieten.

FINANZIERUNG ÜBER EIGENE TOKEN

These 14 - Die Finanzierung über selbst geschaffene und emittierte Token unterscheidet sich fundamental von der Nutzung bestehender Kryptowährungen.

These 15 - Die beiden Spielarten Utility und Security Token sind komplett unterschiedliche Finanzierungsinstrumente.

Utility Token

These 16 - In der bisherigen Verwendung ähneln Utility Token klassischem Venture Capital – das verträgt sich schlecht mit dem hohen Anteil an Retail-Investoren.

These 17 - Die Anwendungsmodelle für reife Unternehmen stehen noch aus und sind auch nicht in Sicht.

Security Token

These 18 - Security Token bieten derzeit kaum Vorteile gegenüber klassischen Finanzierungsinstrumenten.

These 19 - Der künftige Vorteil von Security Token könnte in der Mischung von Finanzierungsinstrumenten liegen.

PERSPEKTIVEN DES MARKTS UND DER MARKTTEILNEHMER

These 20 - Der ICO-Markt muss Vertrauen gewinnen und sich aus der Nische der Krypto-Anwendungen befreien, um relevant zu werden.

These 21 - Regulierung bremst die Dynamik, schafft aber Vertrauen.

These 22 - Ein Durchbruch in der Token-Finanzierung kann nur mit institutionellen Investoren gelingen.

These 23 - Banken werden eine wichtige Rolle übernehmen, wenn der Markt wächst.

These 24 - Unter den etablierten Emittenten stehen Vorreiter bereit – aber sie haben gern Banken mit an Bord.



DIE ERLÄUTERUNGEN

KRYPTOWÄHRUNGEN ALS GELDERSATZ

These 1 - Gedeckte und ungedeckte Kryptowährungen sind zwei verschiedene Welten.

Ungedeckte Währungen wie der Bitcoin, der oft als Synonym für Kryptowährungen steht, beziehen ihren Wert aus ihrer Knappheit, der einfachen und vorgeblich sicheren Übertragbarkeit und der Transparenz. Und sie leben zu einem nicht unerheblichen Teil vom Misstrauen der Menschen gegenüber der Stabilität des klassischen Währungssystems.

Stable Coins sind dagegen in gewisser Weise ein Teil des Systems. Sie beziehen sich auf den Wert eines zugrunde liegenden Assets wie Gold oder klassische Währungen, oft auch auf einen Währungskorb. Die Art der Besicherung ist bei den einzelnen Stable Coins unterschiedlich (und ähnelt damit dem äußerst erfolgreichen klassischen ETF-Markt, der ebenfalls physische und synthetische Replikationen kennt).

These 2 - Die Nachfrage nach ungedeckten Kryptowährungen wird bislang im Wesentlichen von Spekulanten aus den reichen Ländern getrieben.

Im Wirtschaftsleben spielen Kryptowährungen heute (noch) keine Rolle. Obwohl statistisches Material Mangelware ist, lassen sich aus den verfügbaren Daten insbesondere über den besonders prominenten Bitcoin klare Schlüsse ziehen.

Laut einer Untersuchung aus dem Jahr 2019 liegen auf knapp der Hälfte der damals rund 13,5 Millionen Bitcoin-Konten mehr als 1.000 Bitcoins – also ein Millionenvermögen in Euro. Auf der zweiten Hälfte der Konten liegen nur Bitcoins im Wert von unter zehn US-Dollar – der Bereich dazwischen ist minimal. Dieses Ungleichgewicht zeigt einerseits die spekulative Seite und andererseits die Belanglosigkeit der Bitcoin-Konten im Alltag ihrer Besitzer. Stand heute erfüllen Kryptowährungen damit die zentrale Geldfunktion als Zahlungsmittel de facto nicht.

These 3 - Der entscheidende Impuls für einen Durchbruch als Zahlungsmittel könnte von Menschen ohne Zugang zu stabilen Währungen kommen, für die Stable Coins attraktiver sind.

Vermögende Menschen in Ländern mit stabilen Währungen sehen in Kryptowährungen attraktive Anlagemöglichkeiten. Ein großer Teil der Menschheit lebt allerdings in Ländern ohne stabile Währungen und funktionierende Finanzsysteme. Für sie könnte eine Kryptowährung ein willkommener Ersatz für die eigene Währung sein – vor allem wenn Devisenbestimmungen die Flucht in traditionelle Fremdwährungen verhindern. Diese Menschen haben allerdings ein großes Interesse an Wertstabilität. Darum dürfte das Konzept gedeckter Digitalwährungen, also Stable Coins wie Tether, für sie deutlich attraktiver sein als digitale Währungen ohne Deckung wie Bitcoin.

These 4 - Auch in den stabilen und starken Ländern gibt es derzeit ein Zeitfenster für den Durchbruch von Kryptowährungen.

Stabile Währungen allein verhindern den Erfolg von privaten Währungen nicht, wenn ein allgemeines Misstrauen gegenüber staatlichen Initiativen existiert. Die vergangenen zehn Jahre zeigen einen schleichenden Vertrauensverlust: Die Erfahrungen aus der Finanzkrise, die aktuell andauernde extreme Niedrigzinspolitik, anhaltende ökonomische und politische Unsicherheiten sowie die Glaubwürdigkeitskrise der traditionellen politischen Parteien, die in der Wahrnehmung auch für die herkömmlichen Institutionen stehen, tragen alle hierzu bei. In Kombination mit einer digital geprägten Generation könnte sich ein günstiges Zeitfenster für einen Durchbruch privater Kryptowährungen bieten.

These 5 - Ein entscheidender Erfolgsfaktor ist die positive Begleitung privater Kryptowährungen durch den Regulator.

Ein Verlust in das Vertrauen staatlicher Institutionen mag die Tür für Kryptowährungen öffnen, über die Schwelle werden diese es aber paradoxerweise nur schaffen, wenn die Aufsichtsbehörden diesen Gang begleiten. Ein Markt, der darauf beruht, sich gerade außerhalb des regulierten Bereichs abzuspielen, ist zwangsläufig limitiert in seinem Wachstum.

Eine Duldung oder sogar Förderung durch den Regulator setzt voraus, dass Themen wie Geldwäsche oder Terrorisfinanzierung im Bereich der Kryptowährungen ebenso gut kontrolliert werden können wie im klassischen Geld- und Bankensystem. Seit Beginn des Jahres 2020 stehen der Handel und die Verwahrung von digitalen Vermögenswerten unter Erlaubnispflicht. Aufsichtsrechtlich ist die Krypto-Szene damit den übrigen Spielern im Finanzmarkt angenähert.

Mit dieser Beaufsichtigung einher gehen jährliche Kosten für Anbieter mindestens im sechsstelligen Bereich. Für Banken sind das überschaubare Summen, für Startups dagegen durchaus eine Hürde. Damit könnte die aufsichtsrechtliche Komponente dazu führen, dass ein wichtiger Teil des Geschäfts mit Kryptowährungen in den etablierten Teil des Finanzsystems überführt wird.



These 6 - Durchsetzen werden sich private Kryptowährungen nur, solange das etablierte Geldsystem Mängel aufweist.

Private Kryptowährungen können sich jenseits von Wertspekulationen nur dann im Markt etablieren, wenn sie Probleme lösen, die Menschen mit dem bestehenden Geldsystem haben. Dazu zählen vor allem die Wertbeständigkeit sowie der einfache und sichere Zahlungsverkehr, insbesondere im grenzüberschreitenden Handel.

Um die Nöte der Menschen in den instabilen Regionen zu lindern, muss ein einfacher, schneller und zuverlässiger Zugang zu stabilen Währungen gewährleistet sein. Hier gibt es Verbesserungsbedarf und dank technischer Möglichkeiten wie der Blockchain auch erhebliches Verbesserungspotenzial. Viele dieser Möglichkeiten erfordern keine privaten Kryptowährungen, sondern können Zahlungen in sämtlichen Währungen optimieren. Ein System-Upgrade des herkömmlichen Zahlungsverkehrs wird möglicherweise zu einem Rückgang des Interesses an Kryptowährungen führen.

These 7 - Private Kryptowährungen treiben die Zentralbanken in eigene digitale Währungen – damit könnte das Momentum verloren gehen.

Insbesondere die zum Teil sowohl dogmatisch als auch emotional geführte politische Diskussion um Libra hat die Zentralbanken unter Druck gesetzt, sich mit der Schaffung eigener Kryptowährungen intensiv auseinanderzusetzen. Stand heute ist zu erwarten, dass eine der etablierten Zentralbanken diesen Schritt gehen wird. Noch 2020 starten im Euro-Raum die ersten praktischen Experimente. Auch in China und Großbritannien werden klare Signale in diese Richtung gesendet. De facto reicht eine einzige Kryptowährung einer der etablierten Zentralbanken aus, um das gesamte staatliche Geldsystem in die Krypto-Welt zu heben.

Damit könnte das Momentum für private Kryptowährungen verloren gehen: Die Treiber privater Kryptowährungen wie die großen Tech-Konzerne sehen in der Schaffung eines digitalen Zahlungsmittels zwar kurzfristig auch eine Möglichkeit, ihre Vormachtstellung als Innovatoren unter Beweis zu stellen, darüber hinaus liegt darin aber kein eigener Geschäftszweck. Sie versuchen damit lediglich, Unzulänglichkeiten im Finanzsystem zu beseitigen, die ihr Kerngeschäft behindern. Besonders eindringliches Beispiel dafür ist die Facebook-Währung Libra. So wie die großen Tech-Konzerne auch andere Teile des Bankgeschäfts nur dann übernehmen, wenn sie dadurch eine Optimierung ihres Geschäftsmodells erwarten, so ist auch eine eigene Währung kein Werttreiber an sich.

Staatliche Kryptowährungen könnten diese Herausforderung für globale Konzerne lösen, wenn sie den Menschen in den instabilen Regionen Zugang ermöglichen und damit auch deren berechtigte Anliegen – Zugang zu stabilen Währungen – erfüllen. Allerdings wird das Thema der Kapitalverkehrskontrollen mit einer staatlichen Kryptowährung voraussichtlich nicht vermieden (und darf es wegen der Gefahren in Bezug auf Steuerhinterziehung, Geldwäsche etc. auch nicht), sodass unter diesem Aspekt weiterhin Raum für private Lösungen bleibt.

KRYPTOWÄHRUNGEN IM ZAHLUNGSVERKEHR

These 8 - Im Zahlungsverkehr spielen Kryptowährungen bislang keine Rolle. Derzeit sind die Banken noch sehr zurückhaltend in der Abwicklung, obwohl die technischen Voraussetzungen erfüllt sind.

Statistiken über den Zahlungsverkehr mit Kryptowährungen existieren nicht, nicht einmal belastbare Schätzungen. Bislang laufen die Zahlungen außerhalb der üblichen Systeme, also außerhalb des Bankensektors. Auch wenn weltweit mittlerweile viele Unternehmen Bitcoin theoretisch als Zahlungsmittel akzeptieren, ist der Anteil am weltweiten Zahlungsverkehr verschwindend gering. Bei den getätigten Transaktionen wiederum dürfte der allergrößte Teil auf den Erwerb oder die Veräußerung von Krypto-Token mit oder gegen Bitcoin, Ether, XRP etc. entfallen, sodass die Situationen, in denen Kryptowährungen zur Bezahlung von Waren oder Dienstleistungen verwendet werden, kaum messbar sind.

Dass der Zahlungsverkehr derzeit nicht von den Banken abgewickelt wird, liegt auch an deren Zurückhaltung, die internen Prozesse in Gang zu bringen, die sie als regulierte Institute aufsetzen müssen, um neue Geschäftsbereiche zu erschließen, auch wenn das neue Geschäft selbst nicht reguliert ist. Die Banken haben noch wenig Verständnis für den Markt und scheuen die Compliance-Aspekte. Vor allem aber sehen sie bislang zu wenige professionelle bzw. regulierte Anbieter auf der Kundenseite. Damit der Zahlungsverkehr von Kryptowährungen über das Bankensystem abgewickelt wird, muss erstens das regulatorische Umfeld geklärt und zweitens die Nachfrage der Kunden ausreichend groß sein.

These 9 - Die Unternehmen treiben das Thema Kryptowährungen nicht, solange die Kunden diese Option nicht nachfragen und sie sich nicht in Kryptowährungen finanzieren wollen.

Unternehmen haben zunächst kein eigenes Interesse daran, Zahlungen in Kryptowährungen abzuwickeln, weil daraus zusätzliche Komplexität entsteht. Anreize können von zwei Seiten kommen: erstens von Kunden, die in Kryptowährungen bezahlen wollen und zweitens vom Finanzierungsmarkt, wenn Kryptowährungen attraktive Finanzierungsalternativen zu den herkömmlichen Instrumenten bieten. Hier gilt der Blick zunächst der Kundenseite (mit den Finanzierungsaspekten befassen sich die Thesen 11 bis 13).

Eine Nutzen stiftende Anwendung für Unternehmen könnte im Geschäft mit Unternehmen und Endkunden aus Ländern mit instabilen und schwer zu besichernden Währungen liegen, die außerdem kaum Zugang zu stabilen klassischen Währungen haben. In diesen Fällen könnten sich Stable Coins als für beide Seiten attraktive Alternative durchsetzen.

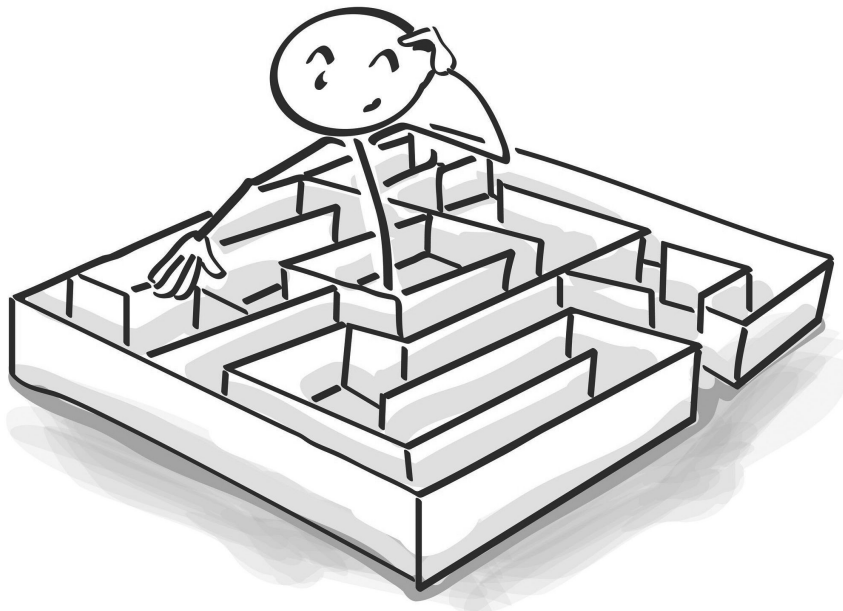
Außerdem könnte die zunehmende Digitalisierung des operativen Geschäfts vieler Unternehmen eine Nische für Kryptowährungen bieten. Vor allem im Anwendungsbereich Internet of Things (IoT) müssen Zahlungen rasch und sicher abgewickelt werden. Wenn Krypto-Lösungen hier einen Vorteil gegenüber klassischen Anwendungen bieten, werden sie von den Unternehmen eine Chance erhalten, sofern keine gravierenden Sicherheitsbedenken bestehen. Allerdings ist hier kein Grund zu erkennen, warum die Verwendung von Kryptowährungen Vorteile gegenüber einer gleich schnellen Abwicklung in Fiat-Währungen hätte.

These 10 - Für eine breite Akzeptanz müssen verschiedene Sicherheitsbedenken der Unternehmen ausgeräumt werden.

Kryptowährungen kämpfen mit drei wesentlichen Akzeptanzproblemen: Sie haben keine Historie, sie genießen nicht das Vertrauen durch die Garantie staatlicher Institutionen, und sie werden bislang weitgehend außerhalb des etablierten und kontrollierten Finanzsystems bewegt.

Aus Sicht der Verantwortlichen in Unternehmen, die nicht in weiterem Sinne dem Krypto-Umfeld zugeordnet werden können, sind das gravierende Nachteile. Dem Anreiz, innovative Wege zu beschreiten, stehen oft deutlich schwerwiegendere Sorgen um die Risiken gegenüber.

Die größten Bedenken der Unternehmen beziehen sich auf das Vertrauen in die Technologie und in die anderen Marktteilnehmer: die Vernichtung oder Veränderung eines Krypto-Kontosaldos durch Viren oder Hardware-Defekte ist der Albtraum einer Finanzabteilung. Betrügerische Marktmanipulationen sind die zweite große Sorge der Unternehmen. Und schließlich lassen unterschiedliche gesetzliche Regelungen in einzelnen Ländern sowie abweichende und instabile Auslegungen durch nationale Regulatoren die Unternehmen zögern. All diese Bedenken erklären in Kombination mit geringem Druck durch die Kunden die bisherige Zurückhaltung der Unternehmen. Sie sind allerdings nicht unüberwindbar.



FINANZIERUNG ÜBER „ETABLIERTE“ KRYPTOWÄHRUNGEN

These 11- Der Bedarf an Finanzierung in Kryptowährungen ist derzeit gering, die internen Hürden sind hoch.

Die Finanzierungsmärkte in den klassischen Währungen sind erprobt, ausgereift, vielfältig und tief. Für die meisten Unternehmen besteht derzeit keinerlei Notwendigkeit, sich anderen Quellen zuzuwenden und die damit einhergehenden Aufwände und Risiken in Kauf zu nehmen. Um für Unternehmen infrage zu kommen, müssen Finanzierungen über Kryptowährungen darum einerseits einen Vorteil gegenüber den klassischen Alternativen aufweisen und dürfen andererseits keine Nachteile haben. Das ist nur ausnahmsweise der Fall.

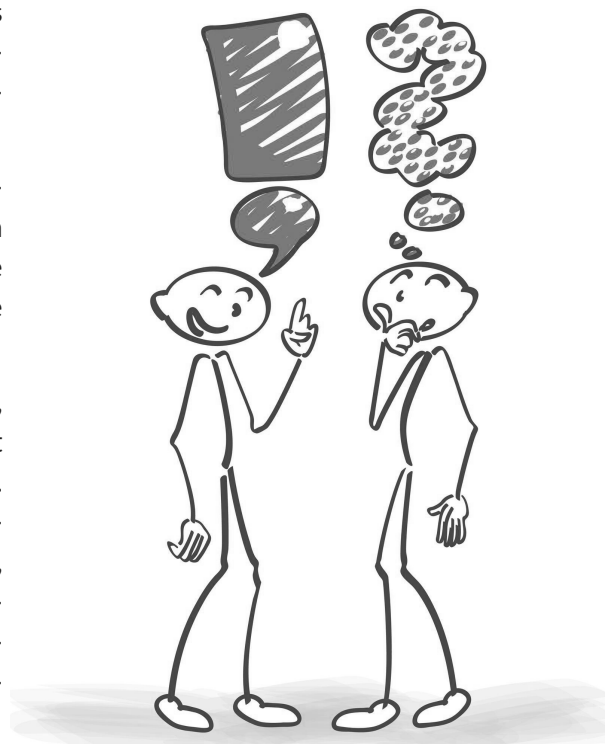
These 12 - Die Anforderungen an Krypto-Finanzierungen sind dieselben wie an klassische (Fremdwährungs-)Finanzierungen.

Wann es sich für ein Unternehmen lohnt, eine Finanzierung in einer Kryptowährung aufzunehmen, richtet sich nach den gleichen Prinzipien wie bei einer Fremdwährungsfinanzierung. Ein wesentlicher Vorteil könnte im sogenannten Natural Hedging liegen, durch das ein Unternehmen Währungsrisiken aus dem operativen Geschäft ausgleicht, indem es sich in etwa in derselben Höhe in derselben Währung refinanziert. Das setzt aber voraus, dass ein Unternehmen in erheblichem Umfang Zahlungen in Kryptowährungen erhält oder leistet – beides ist auf absehbare Zeiten bei den etablierten deutschen Unternehmen nicht zu erwarten.

Vorteile gegenüber einer Emission in der Währung, in der die Emittentin ihre Rechnungslegung erstellt, könnte eine Kryptowährung außerdem haben, wo sie de facto den Status einer weltweit akzeptierten Ersatzwährung hat – also in etwa analog zur Akzeptanz des US-Dollar als Parallelwährung in manchen Staaten. Dieser Punkt ist selbst bei Bitcoin und Ether noch nicht erreicht – nicht einmal für Emittenten außerhalb der G20.

Eine Finanzierung in einer operativ nicht bedeutenden Währung ist für Unternehmen außerdem nur dann interessant, wenn diese günstig ist und eine einfache Transaktionsabwicklung erlaubt, eine große Markttiefe aufweist und/oder neue Investoren erschließt.

Von zentraler Bedeutung ist schließlich das Hedging, das stets verfügbar und günstig sein muss. Das setzt ein großes Marktvolumen und Wertstabilität voraus. Hier unterscheiden sich an einen Währungskorb gekoppelte Konzepte wie Libra oder andere Stable Coins, die grundsätzlich einfach und günstig abgesichert werden können, stark von frei floatenden Kryptowährungen wie Bitcoin, für die – wenn überhaupt – ein Hedging nur zu hohen Kosten möglich ist.



These 13 - Die Unsicherheit über die Zukunft klassischer Finanzierungspartner könnte eine Chance bieten.

Aktuell bestimmen zwei wesentliche Aspekte die Unternehmensfinanzierung in Deutschland: Auf der einen Seite ist der Wettbewerb um Firmenkunden sehr intensiv. Zahlreiche Banken buhlen um die Gunst größerer deutscher Unternehmen, dazu gesellen sich immer mehr Debt Funds und zahllose alternative Finanzierer wie klassische Leasing- und Factoringgesellschaften, aber auch Fintechs, Family Offices und institutionelle Investoren. Dadurch ist der Kapitalmarkt für deutsche Mittelstandsrisiken sehr aufnahmefähig. Gut aufgestellte Unternehmen brauchen derzeit keine weiteren Finanzierungsalternativen.

Auf der anderen Seite herrscht eine weitverbreitete Unsicherheit über die Zukunft der klassischen Finanzierungspartner. Die Banken stehen vor gewaltigen strategischen Herausforderungen und verdienen unterm Strich kaum Geld. Die konjunkturelle Entwicklung und die politische Großwetterlage sind schwer abschätzbar. Darum sind viele Unternehmen durchaus interessiert, die Finanzierungsinstrumente und die Investorenbasis zu diversifizieren. In diesem Umfeld können Kryptowährungen, die neue Inverstoren ansprechen, durchaus eine interessante Option sein, wenn die klassischen Finanzierungsmärkte sich eintrüben.

In Summe spricht derzeit dennoch wenig dafür, dass es in naher Zukunft für deutsche Unternehmen in nennenswertem Umfang attraktiv sein wird, sich über Kryptowährungen zu finanzieren. Dabei darf allerdings nicht vergessen werden, dass über die Zukunft der Kryptowährungen nicht in Deutschland entschieden wird. Sollten sich in den instabilen Ländern Kryptowährungen als Finanzierungsalternative für Unternehmen etablieren, könnten durchaus in absehbarer Zeit eine Markterfahrung und Markttiefe entstehen, die auch deutsche Unternehmen anziehen.



FINANZIERUNG ÜBER EIGENE TOKEN

These 14 - Die Finanzierung über selbst geschaffene und emittierte Token unterscheidet sich fundamental von der Nutzung bestehender Kryptowährungen.

Während Kryptowährungen wie der ungedeckte Bitcoin, aber auch Stable Coins (gedeckte Währungen) wie Tether aus Sicht der Unternehmen ein externes Zahlungsmittel wie klassische Währungen sind, schöpfen sie über Token eigene digitale Assets. Die Token werden typischerweise in Form eines Initial Coin Offering (ICO in Anlehnung an den klassischen IPO) oder auch Initial Token Sale (IST) in einem unregulierten Bieterverfahren emittiert, sehr häufig gegen Zahlung in ungedeckten Kryptowährungen.

Das ist nicht der einzige Unterschied zu den Kryptowährungen, sie haben auch eine gänzlich andere Struktur. In vielen ICOs wurden sog. Utility Token ausgegeben, die als Gegenwert eine Leistung des emittierenden Unternehmens oder seiner Vertragspartner haben. Das kann ein Produkt bzw. eine Dienstleistung sein oder eine sonstige Vergünstigung bei der Inanspruchnahme der zu entwickelnden Nutzerplattform. Damit bezieht sich der Wert – unabhängig von allen spekulativen Elementen – grundsätzlich auf die Performance des Emittenten insgesamt oder seiner Produkte oder Dienstleistungen.

Bislang ist der ICO-Markt ein eigenes Universum, das auch durch nicht nachhaltige Emissionen in Misskredit geraten ist. In vielen Fällen haben Blockchain-affine Investoren mit Spekulationen in Bitcoin etc. viel Geld verdient und dieses zum Teil wiederum in ICOs investiert. Um ein veritables Finanzierungsinstrument zu schaffen, muss dieses Segment für andere Investorengruppen attraktiv werden, was aber nur über klassische Returns möglich ist.

These 15 - Utility und Security Token sind komplett unterschiedliche Finanzierungsinstrumente.

Der Markt für Token teilt sich in Utility und Security Token. Die erste Gattung macht bislang den Löwenanteil der Emissionen aus, Security Token sind allerdings in jüngster Zeit auf dem Vormarsch.

Utility Token gewähren Zugriff auf Dienstleistungen oder Produkte des Emittenten und ähneln damit Gutscheinen (Vouchern). Sie unterlagen bislang in der Regel nicht der Finanzmarktregulierung und auch keiner Prospektspflicht. Sobald sie nach der seit Januar 2020 geltenden Rechtslage aber mehr als ein Voucher sind, also auch als Investitionsobjekt taugen und gehandelt werden können, muss man von einer Einordnung als Finanzinstrument ausgehen, wobei sich hierzu noch keine Verwaltungspraxis gebildet hat.

Security Token weisen eine vollkommen andere Charakteristik auf. Sie räumen den Investoren einen Anspruch auf Dividenden, (begrenzte) Mitbestimmungsrechte, Rückzahlung und/oder Zinszahlungen in klassischen Währungen ein und ähneln damit stark klassischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierungen. In der Ausgestaltung flexibel sind sie doch immer auf der Passivseite der Bilanz angesiedelt. Der Regulator hat diese Instrumente im Blick und legt grundsätzlich dieselben Kriterien an wie bei klassischen Finanzinstrumenten.

UTILITY TOKEN

These 16 - In der bisherigen Verwendung ähneln Utility Token klassischem Venture Capital – das verträgt sich schlecht mit dem hohen Anteil an Retail-Investoren.

Utility Token haben im Unterschied zu nicht gedeckten Kryptowährungen grundsätzlich einen intrinsischen Wert, weil sie ein Leistungsversprechen beinhalten. Das Leistungsversprechen wird allerdings in der Regel zu einem so frühen Zeitpunkt der Unternehmens- und Produktentwicklung gegeben, dass der Wert nur sehr schwer einzuschätzen ist.

Die Risikobewertung ist daher ein zentrales Element für die Marktentwicklung. Am Ende werden institutionelle Investoren nur mit einer inhaltlichen Spezialisierung und einem Portfolioansatz reüssieren können. Privatinvestoren brauchen eine spezielle Expertise bei jedem einzelnen Investment.

Utility Token entsprechen damit in Bezug auf Investitionsrisiko und Investorenstruktur der klassischen Seed-Finanzierung. Allerdings werden nur sehr selten (und dann stimmrechtslose) Anteile am Unternehmen eingeräumt. Außerdem können sich – wie beim klassischen Crowdfunding – uninformierte, spekulierende Privatanleger hinzugesellen, was in den vergangenen Jahren auch den Markt getrieben hat. Dieses Phänomen dürfte den Regulierer auf den Plan rufen – sofern dieses Segment nicht aufgrund der negativen Schlagzeilen mancher ICOs von selbst wieder verschwindet. In den vergangenen beiden Jahren ging es bereits enorm zurück.

These 17 - Die Anwendungsmodelle für reife Unternehmen stehen noch aus und sind auch nicht in Sicht.

Die Beschränkung auf sehr junge Unternehmen und Blockchain-nahe Branchen ist nicht zwingend. Grundsätzlich sind Vorfinanzierungen riskanter Projekte denkbar, die dem Investor einen billigeren Zugriff auf das zu entwickelnde Produkt einräumen. Aus Unternehmenssicht geht damit zwar auf der einen Seite ein Teil der Produktmarge verloren, auf der anderen Seite entsteht aber auch keine Verbindlichkeiten, die unabhängig vom Erfolg der Produktentwicklung getilgt werden muss.

Solche Vorfinanzierungsmodelle durch Kunden sind allerdings auch ohne Token möglich, werden aber kaum genutzt. Der Zusatznutzen der Token besteht darin, dass sie eine leichte Übertragbarkeit der Forderung an Investoren ermöglichen, die an dem eigentlichen Produkt gar kein Interesse haben, sondern auf eine Wertsteigerung spekulieren. Darin ähnelt der Utility-Token-Markt den klassischen Futures auf Commodities.

Allerdings ist Stand heute nicht erkennbar, warum die Verquickung von Entwicklungsrisiken mit Finanzierungen für Unternehmen auf breiter Front attraktiv sein sollte. Außerdem stehen der Anwendung von Utility Token zwei praktische Komplexitäten entgegen: Erstens ist die Bilanzierung bei Utility Token, die einen Anspruch auf ein Produkt oder eine Dienstleistung abbilden, eine große Herausforderung. Sie orientiert sich an Vouchers und muss Erwartungswerte bezüglich Einlösequote und -zeitraum sowie Marktpreisentwicklung bilden. Zweitens hat sich nach der gesetzlichen Neuregelung noch keine feste Verwaltungspraxis etabliert, welche Token-Gestaltungen unter die neue Definition des Krypto-Werts fallen und damit als Finanzinstrument anzusehen sind. Sobald es einen Sekundärmarkt gibt, muss man jedoch mit einer Einstufung als Finanzinstrument rechnen, sodass bereits heute die Vorteile einer günstigeren regulatorischen Behandlung weggefallen sind.

SECURITY TOKEN

These 18 - Security Token bieten derzeit kaum Vorteile gegenüber klassischen Finanzierungsinstrumenten.

Die Payoff-Profile von Security Token sind erheblich variantenreicher als bei Anleihen. Damit reichen die Finanzierungsformen vom reinen Kredit bis zu eigenkapitalähnlichem Hybridkapital (aber nicht bis zu echten Anteilen an der emittierenden Gesellschaft). Anders als Utility Token bieten Security Token damit keine Varianten, die nicht auch in der klassischen Form einer Schuldverschreibung abgebildet werden können.

Die wesentlichen Vereinfachungen liegen vor allem in der Abwicklung, nämlich in der sofortigen Lieferung der Assets und einer starken Vereinfachung von Clearing und Settlement. Zwei große Schmerzpunkte der Marktteilnehmer – Know Your Customer (KYC) und Geldwäscherichtlinien – bleiben davon allerdings unberührt.

Der einzige echte Vorteil für den Emittenten: Je nach Ausgestaltung ist es derzeit vielleicht noch möglich, außerhalb des Regulierungsrahmens Finanzierungsinstrumente abzubilden, die in der klassischen Variante der Prospektpflicht unterliegen. Hier muss man zum einen allerdings von einer „substance over form“-Betrachtung der Aufsicht ausgehen, sodass die meisten Security Token für Zwecke der Prospektpflicht Wertpapiere sind. Zum anderen kann die Umgehung der Prospektpflicht dauerhaft kein Argument für Security Token sein. Auch wenn derzeit in diesem Bereich noch etliche Fragen offen sind: Der Regulator wird perspektivisch dieselben Maßstäbe an diese Finanzierungen anlegen wie an die klassischen Instrumente.

Die Bilanzierung wiederum ist bei Security Token im Vergleich zu Utility Token unproblematisch. Sie orientiert sich an klassischen Finanzierungsinstrumenten. Nach HGB werden Security Token immer Fremdkapital sein, weil der deutsche Bilanzierungsstandard nur die Unterscheidung in Eigen- und Fremdkapital kennt, Eigenkapital aber an gesellschaftsrechtlich definierte Emissionsformen gebunden ist, die sich über Token nicht erfüllen lassen.

These 19 - Der künftige Vorteil von Security Token könnte in der Mischung von Finanzierungsinstrumenten liegen.

Unternehmen finanzieren sich heute mit unterschiedlichen, mehr oder weniger gut aufeinander abgestimmten Finanzierungsinstrumenten. Perspektivisch ist denkbar, dass Unternehmen diese Instrumente bedarfsgerecht zusammenstellen und daraus einen einzigen Token generieren, der von Investoren gekauft wird. Auch dieses „Repackaging“ ist weder neu noch zwingend an das Medium eines Token gebunden, aber die Tokenisierung kann solche Konzepte wiederbeleben und ihre Abwicklung erleichtern.

Dieser Ansatz kann sowohl aus Emittenten- als auch aus Investorensicht attraktiv sein. Die Unternehmen reduzieren die Zahl ihrer Investoren (diese Entwicklung lässt sich im klassischen Bereich derzeit bereits in der Nische Leveraged Buyouts mit dem Aufkommen von Debt Funds beobachten, die alle Finanzierungstranchen jenseits des reinen Eigenkapitals übernehmen). Die Investoren wiederum bekommen die Gelegenheit, sich in der bislang stark nach Finanzierungsinstrumenten zersplitterten Investorenwelt stärker auf individuelle Unternehmensrisiken als auf Anlageklassen zu konzentrieren.

PERSPEKTIVEN DES MARKTS UND DER MARKTTEILNEHMER

These 20 - Der ICO-Markt muss Vertrauen gewinnen und sich aus der Nische der Krypto-Anwendungen befreien, um relevant zu werden.

Der Markt für Token hat zwei grundlegende Vertrauensprobleme, die adressiert werden müssen, bevor ein Durchbruch erfolgen kann. Erstens werben die Blockchain-Anbieter zwar wirbt damit, dass die Technik Vertrauen in die Transaktion liefert. Allerdings liefert die Blockchain an sich nur Nachvollziehbarkeit und Fälschungssicherheit. Technische Betrugsfälle bei Kryptowährungen haben das Vertrauen von Investoren in die Sicherheit durch Technologie erschüttert.

Zweitens bietet die Technik keine Information über das Risiko der Investition, sie bringt lediglich Kapitalnachfrage und Kapitalangebot effizient zusammen. Bislang haben fast alle Token-Emissionen Venture-Charakter und sind entsprechend risikobehaftet. Darüber hinaus ist aber die Zahl der Betrugsfälle deutlich höher als im klassischen Venture-Geschäft. Das hat auch damit zu tun, dass die Informationsbasis der Investoren deutlich geringer ist. Vor einem Durchbruch muss die Transparenz der Investitionen deutlich steigen. Dem steht das Konzept von Token in keiner Weise entgegen – allerdings fallen die Vorteile gegenüber dem herkömmlichen Weg deutlich geringer aus, wenn Investoren oder Intermediäre zunächst eine klassische Due Diligence durchführen oder die Emittenten statt White Papers komplette Prospekte erstellen.

Eine echte Chance, eine Alternative zu herkömmlichen Kapitalmarktfinanzierungen zu werden, haben nur die Security Token. Wenn die wenigen bereits erfolgten Emissionen aus klassischen Branchen gut laufen, können die Vorbehalte von Investoren und Emittenten verschwinden. Die Vereinfachungen liegen allerdings eher in der Abwicklung, nämlich in der sofortigen Lieferung der Assets, einer starken Vereinfachung von Clearing und Settlement sowie der Empfindung jüngerer Marktteilnehmer, dass Krypto-Wallets einfacher zu handhaben sind als Wertpapierdepots. All das kann eventuell auch durch eine Modernisierung des klassischen Clearingsystems erreicht werden. Und einer der ganz großen praktischen Schmerzpunkte der Marktteilnehmer – die „Know Your Customer“-Checks (KYC) nach den Geldwäscherichtlinien – ist auch durch den neuen technischen Ansatz nicht weniger aufwendig zu erfüllen.



These 21 - Regulierung bremst die Dynamik, schafft aber Vertrauen.

Wann immer der Regulator eingreift, wird Innovation schwieriger. Das ist auch bei den Kryptowährungen der Fall. Innerhalb des aufsichtsrechtlichen Rahmens schrumpft die Bewegungsfreiheit, während die Kosten steigen. Doch das ist nur die eine Seite der Medaille.

Die andere Seite heißt Akzeptanz und Vertrauen. Auch wenn Regulierung nicht vor einem schlechten Business Case schützt: Unter dem Schirm der Regulierung fühlen sich viele Akteure im Markt deutlich wohler, die persönlichen Risiken im Falle einer negativen Überraschung werden geringer eingeschätzt. Darum kann Regulierung zwar einerseits ein Hemmschuh für einzelne Anbieter und gute Ideen sein, den Kryptowährungen aber andererseits den entscheidenden Schub verleihen.

Noch sind längst nicht alle Themen, die potenziell die Aufmerksamkeit des Regulators erregen, bereits aufsichtsrechtlich geklärt. Die „blinden Flecken“ werden naturgemäß derzeit überproportional besetzt. Eine Langfristperspektive sollte die Marktteilnehmer aber dazu veranlassen, sich so zu verhalten, als ob alle Elemente wie im klassischen Markt geregelt wären, weil dies vermutlich so kommen wird. Der Regulator wird den Handel mit Kryptowährungen ebenso wie die in Kryptowährungen denominierten Finanzierungsinstrumente in einen regulierten Marktplatz zwingen. Damit werden sie dem Devisenmarkt und dem klassischen Kapitalmarkt sehr ähnlich.

Das hat auch Folgen für die Dienstleister im Krypto-Markt: Bereits vor dem Jahresbeginn 2020 ging die Aufsicht mit einer weiten Auslegung des Tatbestands des Eigenhandels davon aus, dass nahezu alle Dienstleistungen rund um Crypto Assets Finanzdienstleistungen sind, in einigen Fällen sogar Bankgeschäft. Die Aufnahme der „Krypto-Werte“ in die Definition der Finanzinstrumente zieht fast den gesamten Bereich nun unter die Beaufsichtigung als Finanzdienstleistung.

Ein wichtiger Baustein für den Durchbruch der Token-Finanzierung könnte eine regulierte Emissions- und Handelsplattform sein. Sie zahlt ebenso wie die Regulierung an sich in das Thema Vertrauen ein – treibt aber auf der anderen Seite die Kosten für Transaktionen in die Höhe. Technologisch ist eine regulierte Plattform nicht notwendig.

These 22 - Ein Durchbruch in der Token-Finanzierung kann nur mit institutionellen Investoren gelingen.

Bislang wird der Krypto-Markt von Privatanlegern beherrscht. Um Relevanz zu erlangen, ist es unumgänglich, institutionelle Investoren zu gewinnen. Auch dafür muss ein regulatorischer Rahmen geschaffen werden, der ihnen Sicherheit gibt.

Auch bei diesem Thema gilt: Das Zeitfenster ist grundsätzlich günstig. Angesichts gewaltiger Liquiditätsüberhänge, Negativzinsen auf risikofreie Assets und ökonomischer wie politischer Unsicherheit ist die Neigung von Investoren, in riskante und neue Assets zu investieren, so ausgeprägt wie selten zuvor. Das gesamte Volumen der weltweiten Finanzanlagen beläuft sich auf über 300 Billionen Euro – wenn davon nur zwei, drei Prozent in Crypto Assets investiert werden, kann das zu einem gewaltigen Marktwachstum führen.

Einige institutionelle Investoren sind sehr zurückhaltend, weil sie das Risiko für zu hoch und den Markt für zu wenig transparent halten. Andere haben den Markt für sich entdeckt – das gesamte Investitionsvolumen ist aber noch sehr gering. Der Fokus der Anlagen liegt bislang bei den etablierten Kryptowährungen – damit ähneln die Investitionen Anlagen in dividenden- und zinslose Assets wie Devisen oder Edelmetalle.

Um für die Finanzierung von Unternehmen relevant zu werden, müssten institutionelle Investoren in Token investieren. Utility Token werden ihrer Natur nach voraussichtlich im Venture-Segment verharren. Damit sind sowohl die Zahl der institutionellen Investoren als auch das Investitionsvolumen limitiert. Anders sieht es bei Security Token aus: Theoretisch können alle bisherigen Kapitalmarktfinanzierungen auf diesem Wege abgewickelt werden (Eigenkapital allerdings nur über Depositary-Receipt-Strukturen oder nach entsprechenden rechtlichen Änderungen). Hier kommt es wiederum auf die Innovationsfreude der Emittenten und auf das Vertrauen der institutionellen Investoren an, ob ein rascher Durchbruch gelingt. Vor allem aber muss sich der Fokus im Transaktionsprozess wieder weg von der interessanten neuen Form der Abwicklung zurück auf das eigentliche Objekt der Investition richten.

These 23 - Banken werden eine wichtige Rolle übernehmen, wenn der Markt wächst.

Die zunehmende Regulierung verhilft den Banken zu einem beachtlichen Vorteil im Wettbewerb um das Krypto-Geschäft. Wenn der Markt eine nennenswerte Größe erreicht und die eigenen Unsicherheiten ausgeräumt sind, werden sie das Themenfeld besetzen.

Banken dürfen in Deutschland seit Anfang 2020 Kryptowährungen für ihre Kunden verwahren. Damit wird diese Anlage ebenso einfach wie das bisherige Geschäft mit klassischen Wertpapieren. Die Finanzierung einzelner Unternehmen in Form von Token ist technisch für Privatanleger einfach geworden. Da sie aber nicht über das notwendige Wissen verfügen, um die Attraktivität einer Investition einschätzen zu können, werden die meisten weiterhin auf Intermediäre wie Banken oder Fonds vertrauen. Die Anlageberatung und -entscheidung wird daher vermutlich in den klassischen Händen verbleiben.

Auch aus einer Investmentbanking-Perspektive sind Banken in der besten Position, wenn sich zu den bereits bekannten institutionellen Investoren auf der Anlageseite noch die etablierten Unternehmen als Emittenten gesellen, die von den Banken ohnehin bereits als Kunden betreut werden. Wenn Kryptowährungen tatsächlich zu einem „Kapitalmarktgeschäft“ werden, sind Banken also prinzipiell am besten geeignet, die Vermittlerfunktion zu übernehmen. Das gilt allerdings nur, wenn sie mindestens eine von zwei Funktionen weiterhin besser übernehmen können als andere: die Auswahl und Ansprache potenzieller Investoren sowie eine glaubhafte Risikoeinschätzung.

Banken könnten grundsätzlich auch aus der eigenen Bilanz Kryptowährungen verleihen. Allerdings müssten sie sich dafür entweder zumindest annähernd fristenkongruent refinanzieren (also neben Einlagen auch Kapitalmarktmissionen in Kryptowährungen begeben können) oder Refinanzierungen bzw. Zahlungsströme in Kryptowährungen absichern können.

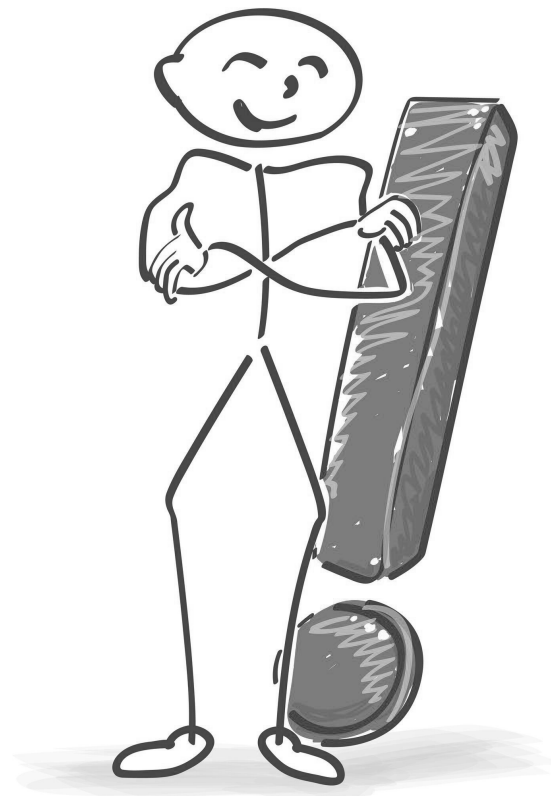
These 24 - Unter den etablierten Emittenten stehen Vorreiter bereit – aber sie haben gern Banken mit an Bord.

Bei den potenziellen Emittenten muss das Thema Kryptowährungen in den Finanz- und Treasury-Abteilungen vorangetrieben werden. Wichtiger als Innovationskraft und Kosten ist dort stets das Thema Sicherheit in allen Varianten. Kein Finanzverantwortlicher geht wissentlich ohne Not ein Risiko ein. Darum ist Vertrauen in den Emissionsweg der Schlüssel zum Erfolg.

Danach kommen rationale Argumente zur Abwägung: Innovationen müssen entweder billiger, sicherer oder schneller sein. Kryptowährungen bieten diese Vorteile erst einmal nicht. Die Blockchain als Konzept stößt dagegen auf großes Interesse, allerdings vor allem in den Bereichen Trade Finance und Commercial Paper. Eine Finanzierung über Security Token kann theoretisch alle drei Merkmale erfüllen, das Vertrauen wird in der Breite aber erst durch erfolgreiche Emissionen bekannter und geschätzter Unternehmen entstehen.

Allerdings gibt es auch unter den etablierten Unternehmen immer Vorreiter. Bislang fehlte noch der regulatorische Rahmen, um Geschäfte rechtssicher abzuschließen. Dieses Problem ist jedenfalls teilweise gelöst, entsprechend werden potenzielle Emittenten beginnen zu testen. Einige Unternehmen sind traditionell besonders technologieaffin und stehen gern als Sparringspartner in Entwicklungs- und Testphasen bereit.

Allerdings zeigt sich im Segment der Fintech-Anwendungen, dass nur sehr wenige Anbieter bislang eine größere Zahl von Unternehmen als Kunden gewinnen konnten. Und eine wichtige Beobachtung: Die bislang erfolgreichen Anbieter (seien es Devisen-, Schuldschein- oder breitere Finanzierungsplattformen) verfolgen immer Modelle, in denen sie mit den etablierten Spielern – vor allem den Banken – zusammenarbeiten. Wenn diese Erfahrung als Blaupause gelten darf, tut auch die Krypto-Szene gut daran, die Finanzinstitute mit den engsten Kundenbeziehungen nicht zu marginalisieren, sondern als Partner zu gewinnen.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

FINANCE Think Tank
Corporate Banking & Finance

Eine Initiative der Targecy GmbH
Rathenauplatz 2-8 | 60313 Frankfurt a.M.
www.finance-thinktank.de

Ansprechpartner: Bastian Frien

☎ +49 69 256 279-20

✉ bastian.frien@finance-thinktank.de

MITHERAUSGEBER

King & Wood Mallesons

KWM Europe Rechtsanwaltsgesellschaft mbH
Taunusanlage 17 | 60325 Frankfurt a. M.
www.kwm.com

Ansprechpartner: Rudolf Haas

☎ +49 69 5050 29 318

✉ rudolf.haas@kwm-europe.com

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernehmen Verlag und Redaktion keine Gewähr.