

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:



PROGRESSIVE CAPITAL PARTNERS LTD



### Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

Freitag, 28. Juni 2019 (10:00-11:00 Uhr)

#### BAI Webinar „ESG-Risikomanagement & Reporting für Alternative Investments“

Donnerstag, 4. Juli 2019 (München)

#### BAI Insight 51 „Infrastructure Debt – Erträge und Nachhaltigkeit unter einem Hut?“

Save the date: Mittwoch, 22. und Donnerstag, 23. April 2020 (Frankfurt)

#### BAI Alternative Investor Conference (AIC)

## Inhalt

2 Leitartikel

5 Stellenanzeigen

9 Mitgliederneuvorstellungen

12 Das Spannungsfeld (investoren-) aufsichtsrechtlicher Reportingpflichten – und mittendrin: der Asset Manager  
Michael Bommer, BAI e.V.

28 Quantitative Analysen für eine Asset Allocation jenseits traditioneller Anlagestrategien  
Michael Busack und Dr. Jan Tille, Absolut Research GmbH

34 Sag niemals Niedrigzins!  
Susanne Hellmann, DekaBank

41 Aus einer Hand: Alternative Investments in einem deutschen Spezialfonds  
Felix von Bothmer und Meike Fröhlich, HSBC INKA

48 Luxemburg – Warum sich der Schritt über die Grenze lohnt  
Stephan Grimm und Viktoria Heyer, LIS Luxembourg

51 Infrastrukturdarlehen – krisenfest, wenig volatil, nachhaltig  
Thomas Wendt, NN Investment Partners

55 Niche Alternatives: How to Access the Differentiating Alpha  
Flurin Grond and Dr. Thomas Kochanek, Progressive Capital Partners Ltd

58 Auseinanderdriften politischer Risiken und Börseneuphorie  
Harald Bareit, QC Partners

61 Intelligente Overlay-Ansätze: Mehr Chancen und weniger Risiken für die Strategische Asset-Allokation (SAA)  
Ralph Karels, Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

66 Veranstaltungshinweise

68 Buchvorstellungen

von Stephan Grimm und Viktoria Heyer, LIS Luxembourg

Als eine auf alternative Anlagen spezialisierte Service-Kapitalverwaltungsgesellschaft (Service KVG oder Service-AIFM) bekommen wir oft die Frage von deutschen VAG-Investoren (Versicherern, Pensionskassen und Versorgungswerken) gestellt, welche konkreten Gründe für die Auflage eines Luxemburger Alternativen Investmentfonds (Lux AIF) zur Bündelung von alternativen Assets gegenüber der Auflage in Deutschland bestehen.

Der Weg über die Grenze bringt erst einmal neue und oft auch komplexere Anforderungen durch das ausländische Steuer-, Gesellschafts- und Investmentrecht mit sich, welche aber nicht zwingend mit der deutschen Gesetzgebung vergleichbar sind. Gleichzeitig ergibt sich ebenso eine höhere Erklärungsbedürftigkeit gegenüber der Gremien des VAG Investors, sobald der Finanzplatz Luxemburg dem natürlichen deutschen Standort bevorzugt wird.

Vorab sei angemerkt, dass durchaus auch die Investition in alternative Investments über die bekannten deutschen Spezialfonds möglich ist. Insbesondere die Änderungen durch das neue Investmentsteuergesetz (InvStG) erlauben - bei Intransparenz des Fonds - die Anlage in alle Arten von Vermögenswerten. Besonders bei deutschen Investments mit deutschen Investoren, wie zum Beispiel dem klassischen deutschen Immobilien-Spezialfonds, erfüllen auch deutsche Vehikel die jeweiligen Anforderungen sehr gut. Die Vorteilhaftigkeit Luxemburgs als Fondsstandort kommt jedoch dann zum Tragen, wenn die Investitionen internationaler, komplexer und in unterschiedlichen Assetklassen getätigt werden, und damit eine höhere Flexibilität an das Fondsvehikel nötig ist.

Aus den oben genannten Gründen bilden aus unserer Erfahrung deutsche VAG Investoren vereinzelt Investitionen, beispielsweise in Private Equity Dachfonds, überwiegend im eigenen deutschen Spezialfonds ab. Die Frage zur Auflage eines neuen Fondsvehikels für alternative Anlagen und damit die Frage, welcher Fondsstandort gewählt wird, kommen oft erst nach den Ergebnissen neuer ALM Studien zum Tragen. So planen die meisten Kunden das Exposure in alternative Assets auch aufgrund des weiterhin niedrigen Zinsumfelds zu erhöhen.

## Institutionalisierung der Anlage in alternative Assets

Um die Ergebnisse der Asset-Liability-Management Studie entsprechend zeitnah umzusetzen, muss die Organisation entsprechend darauf vorbereitet werden. Somit muss bereits heute entschieden werden, wie der zusätzliche Arbeitsaufwand bei Investition in die weiterhin wenig standardisierten alternativen Assetklassen intern abgebildet werden kann. Gerade VAG Investoren verfügen oftmals nur über eine überschaubare Anzahl an Mitarbeitern, die die Auswahl der Assets, Due Diligence und Deal-Implementierung von Investments organisieren können. Insofern stellt sich schnell die Frage, ob das Investmentteam stark ausgebaut werden soll oder/und, ob die Prozesse entsprechend unter Zuhilfenahme von Dienstleistern institutionalisiert werden können. Hier bietet sich die Errichtung eines Bündelungsvehikel in Form eines alternativen Investmentfonds (AIF) unter Einbindung externer Asset Manager an. Da diese über ausreichend Middle- und Back Office Kapazitäten verfügen, kann durch die Einbindung von spezialisierten Managern (beispielsweise Private Equity) das Kapital sehr viel schneller platziert werden. Zudem können dadurch auch komplexere Investments im Fonds getätigt werden, in denen das jeweilige Investmentteam noch wenig Erfahrung hat, oder für die schlicht keine Kapazitäten (beispielsweise Co- Investments) bestehen. Der Fonds erlaubt die schnelle Anbindung des Managers, womit unter Zuhilfenahme des Service-AIFM Zeichnungen in Neinvestment schneller erfolgen können. Die Gründung von Teilfonds (Compartments) innerhalb einer Investmentgesellschaft (SICAV) erlaubt zudem die gesellschaftsrechtliche Trennung der einzelnen Vermögen, so dass unterschiedliche Investmentstrategien unter Beauftragung einzelner Manager abgebildet werden können. Die Einbindung externer Manager schließt die weitere eigene Selektion und Investition durch den VAG Investor nicht aus. In der Praxis wird meist ein eigener Teilfonds errichtet, der für die Ideen des Investmentteams offen steht, und ebenso im Wettbewerb mit den extern angebotenen Managern stehen kann.

Weiterhin fungiert der Fonds und die damit beauftragte KVG als Middle Office für den Kunden. Durch die Zwischenschaltung des Fonds werden Investitionen, Capital Calls und Ausschüttungen auf Fondsebene geblockt, so dass das Back-Office des Investors sehr viel weniger in Anspruch genommen wird. Der fast schon banale Grund die jeweiligen

Unterschriften auf Fondsebene einzuholen, und damit nicht die jeweiligen unterschiedlichen Zeichnungsberechtigten der Pensionskasse anzufragen, ist eine spürbare Entlastung für den VAG Investor, was ihm erlaubt, sich auf die Auswahl von Assets, Managern und der Risikoüberwachung zu konzentrieren.

Aber aus welchen Gründen bietet es sich nun an, ein Bündelungsvehikel für alternativen Assets in Luxemburg neben (oder unterhalb) des traditionellen deutschen Spezialfonds (oder Master-KVG) zu errichten?

## Regulatorische Flexibilität

Mit einer der Hauptgründe zum Grenzübertritt ist die Ausnutzung des flexibleren regulatorischen Umfelds in Luxemburg. Das hiesige Investment-, Gesellschafts- und Steuerrecht ist eben nicht nur auf deutsche Anleger und Initiatoren unter nationalen Gesichtspunkten zugeschnitten, sondern hat sich, unter dem Grundgedanken der größtmöglichen Flexibilität, für weltweite Investoren und Investments entwickelt. Dieser Grundgedanke findet sich in der Gesetzgebung wieder. Somit besteht hohe Investitionssicherheit in der Rechts- und Steuergesetzgebung, welche gleichzeitig die jederzeitige flexible Anpassung der Luxemburger Fondsstruktur an neue Anforderungen des Investors, beispielshalber in Form von Änderungen im deutschen Aufsichts- oder Steuerrechts, erlaubt.

## Passgenaue Ausgestaltung der Investmentstruktur

Im Einklang mit dem Investmentrecht kann jede Gesellschaftsform, ob steuerlich transparent (lux. SCS) oder intransparent (lux. AG, oder aber lux. KGaA) für den Fonds gewählt werden. Das Investmentrecht, sei es in Form des Reservierten Alternativen Investmentfonds (RAIF), erlaubt zudem die im Grunde freie Ausgestaltung der Fondsstruktur. Neben der Abbildung unterschiedlicher Assetklassen innerhalb eines RAIFs steht es dem Initiator darüber hinaus offen, Capital Calls, Ausschüttungen und die Rückgabe von Anteilen flexibel und im Einklang mit seinen internen und externen Anforderungen, wie zum Beispiel dem Versicherungsaufsichtsgesetz, zu regeln.

## Targets auch in Luxemburg

Der Trend von Offshore zu Onshore treibt auch international erfolgreiche Manager, die bisher in Offshore Jurisdiktionen (etwa exemplarisch Cayman) Fonds errichtet haben, nach Luxemburg. Anfangs lediglich als Parallelfonds zur Bündelung europäischer Gelder errichtet, der gemeinsam mit dem Cayman Hauptfonds die jeweilige Investmentstrategie verfolgt, wird heute vermehrt auch der Hauptfonds in Luxemburg (Onshore) aufgelegt. Diese immer breitere Basis an Fondsvehikeln erlaubt es dem VAG Initiator, über den eigenen Fonds innerhalb Luxemburgs in Anlagen zu investieren, womit steuerliche, rechtliche und operative Fragestellungen oftmals sehr viel einfacher beantwortet werden können.

## Spezialisierte Anbieter für alternative Investments

Luxemburg hat durch die Flexibilisierung bestehender Investmentvehikel (beispielsweise die SCS) und die Einführung neuer Investmentvehikel (ein Beispiel wäre der RAIF) nach Einführung der AIFMD im Jahre 2013 den Standort für alternative Investments attraktiver gemacht. Der Trend in alternative Anlagen, steuerliche Compliance und der generelle Shift von Offshore zu Onshore haben der alternativen Assetindustrie einen Boom beschert. Um diese Industrie haben sich traditionelle Banken weiterentwickelt aber auch neu spezialisierte Dienstleister etabliert, die es gewohnt sind, Investitionen in Alternatives global zu administrieren und die jeweiligen Services modular (d.h. AIFM, Fund Administration und Verwahrstelle) bereitzustellen. Dieses Netzwerk an Dienstleistern wird von einer Vielzahl nationaler und internationaler Rechts- und Steuerberater ergänzt, die einen hohen Grad an Spezialisierung aufweisen.

Die Internationalität des Finanzplatzes und die damit einhergehenden Anforderungen von Investoren und Managern aus der ganzen Welt zwingen die Anbieter dazu, Trends sehr viel schneller operativ umzusetzen. So gehört im Unterschied zu deutschen Anbietern die direkte Kreditvergabe aus dem Fonds für KVGs und Verwahrstellen bereits seit Langem zum Standardgeschäft, da dies für amerikanische und angelsächsische Initiatoren von jeher eingefordert wurde.



Für den Kunden bedeutet dies einen hohen Wettbewerb um Qualität und eine ausreichende Anzahl an Dienstleistern, um das kulturell und operative passende Setup zu finden.

## Steuerliche Sicherheit

Die steuerliche Betrachtung erfolgt auch deshalb meist nicht mehr mit der Zielsetzung der steuerlichen Optimierung, weil deutsche VAG Investoren meist explizit oder implizit steuerbefreit sind. Vielmehr geht es um steuerliche Investitionssicherheit, um nicht in Fragestellungen wie beispielsweise einer plötzlich auftretenden Gewerbe- oder Umsatzsteuerbelastung oder einer generellen Doppelbesteuerung auf Fondsebene zu laufen. Dies wird durch die enge Zusammenarbeit der Industrie mit der Gesetzgebung, sowie durch die Zielsetzung, das Steuer-, Investment- und Gesellschaftsrechts im Gleichklang weiterzuentwickeln, gewährleistet.

## Fazit

Die oben genannten Gründe sind der Haupttreiber von VAG Investoren grenzüberschreitend tätig zu werden, und scheinen mehr als ausreichend zu sein, den Trend weiterhin zu befeuern. Wie immer ist die Betrachtung des Einzelfalls entscheidend dafür, welche Struktur rechtlich, kommerziell und steuerlich am Sinnvollsten ist. Zu den Nachteilen gehören sicherlich die höheren Kosten für die Rechts- und Steuerberatung bei Auflage eines Luxemburger Fonds gegenüber eines deutschen (bestehenden) Spezialfonds. Nach unserer Erfahrung „rechnet“ sich ein eigenes Investmentvehikel ab einem Investitionsvolumen von 100 Mio. Euro, wobei diese in den Anfangsjahren nach Gründung darunter liegen kann. Bei kleineren Investorengruppen (beispielsweise Versorgungswerken) empfiehlt sich daher die Auflage eines gemeinsamen Vehikels, um die Auflage- und Gemeinkosten entsprechend auf mehrere Schultern zu verteilen.

## Kontakt



*Stephan Grimm*  
Director, Business Development

*LIS Luxembourg*  
Airport Center Luxembourg  
5, Heienhaff,  
L-1736 Senningerberg  
Luxembourg



*Viktoria Heyer*  
Head of Team Product Management

*LIS Luxembourg*  
Airport Center Luxembourg  
5, Heienhaff,  
L-1736 Senningerberg  
Luxembourg

