

Reserved Alternative Investment Fund: Schneller und gut reguliert in Alternatives investieren

Im Niedrigzinsumfeld sind Alternative Investments als Renditequelle jenseits klassischer Anlagen von zunehmender Bedeutung. Doch egal ob Private Equity, Real Assets, Infrastruktur oder Darlehen: Beim Alternative Investment ist die individuelle Strukturierung ein entscheidender Erfolgsfaktor. Um die passende Struktur zu finden, ist zunächst eine genaue Bestandsaufnahme ratsam. Dabei wird ermittelt, welche Vorstellungen und Voraussetzungen der Investor mitbringt. Zu bedenken sind regulatorische Anforderungen, bei institutionellen Investoren etwa in Bezug auf versicherungsaufsichtsrechtliche Anforderungen an die Kapitalanlage (Solvency II oder die Anlageverordnung bei Investoren deutscher Provenienz). Auch die steuerliche Behandlung der Erträge auf Ebene der Anleger sollte abgeklärt werden. Danach wird die am besten passende Struktur gesucht und abgestimmt. Am Ende stehen Umsetzung und laufende Administration.

Schnell auflegbare, flexible Anlagevehikel

Eine Struktur muss nicht nur Anforderungen des Anlegers, sondern auch die regulatorischen, administrativen und steuerlichen Besonderheiten der Ziel-Anlageklasse berücksichtigen. Daher ist eine genaue Analyse der konkreten Anlagepolitik ebenso wichtig, beispielsweise die rechtliche Form der Anlageobjekte oder die regionale Verteilung der Anlagen. In der Praxis zeigt sich, dass es sich meist lohnt, die verschiedenen Möglichkeiten intensiv zu vergleichen, um eine Struktur zu entwickeln, die den jeweiligen Anforderungen des Anlegers und der Anlageklasse genügt.

Um Marktopportunitäten bei Alternatives zu nutzen, brauchen Anleger und Fondsmanager schnell auflegbare, flexible An-

lagevehikel, die trotzdem ein gutes Regulierungsniveau aufweisen. Europas größter Fondsstandort Luxemburg, an dem Investmentfonds mit einem Gesamtvolumen von 3,6 Billionen Euro verwaltet werden, hat dies erkannt und im Juli 2016 mit dem Reserved Alternative Investment Fund (RAIF) ein neues Instrument der Alternativen Investmentfonds (AIF) für sachkundige Anleger geschaffen. Der RAIF ist voll konform zu der Richtlinie für Alternative Investment Fund Manager (AIFMD) und bietet damit den Komfort und alle Schutzmechanismen, die dieses Regime kennzeichnen. Dazu zählen klare Vorgaben zu Geldwäsche

oder Compliance. Darüber hinaus unterliegt der RAIF auch den produktbezogenen Vorschriften des Luxemburger Gesetzes vom 12. Juli 2013 über die Verwalter alternativer Investmentfonds mit weiteren regulatorischen Anforderungen an

- die Verwahrstelle,
- die Bestellung des Abschlussprüfers,
- Mindestinhalte des Jahresberichtes,
- Bewertung der Assets sowie
- Investment- und Leverage-Regeln bezüglich bestimmter Arten von Vermögenswerten.

Aufgrund dieser Regulierung unterscheidet sich der RAIF deutlich von Vehikeln des grauen Kapitalmarktes und ist mit diesen nicht vergleichbar. Anleger profitieren in Sachen Sicherheit, wenn Gelder aus weniger regulierten Vehikeln in RAIF umgeschichtet würden oder bei neuen Investments ein RAIF als Vehikel ausgewählt wird.

Unterschiede zum Luxemburger Spezialfonds

Vom oft als AIF-Vehikel genutzten Luxemburger Spezialfonds (Specialised Investment Fund – SIF), unterscheidet sich der RAIF in einem ganz wesentlichen Punkt: Beim Reserved Alternative Investment Fund benötigt das Anlagevehikel, also entweder der Fonds des Vertragstyps (Fonds commun de placement – FCP) oder die Investmentgesellschaft mit festem oder variablen Kapital (Société d'investissement à capital variable – SICAV beziehungsweise Société d'investissement à capital fixe – SICAF), keine eigene Zulassung bei der Aufsichtsbehörde. Es ist ausreichend, wenn das Vehikel durch einen regulierten Alter-

Stefan Rockel, Geschäftsführer, und Katrin Behrens, Segmentleiterin Kreditinstitute & Institutionen, beide Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Frankfurt am Main

Für den Fondsstandort Luxemburg ist es traditionell wichtig, Rahmenbedingungen zu bieten, die sich zwar innerhalb der europäischen Standards bewegen, den Anlegern aus dem In- und Ausland aber gleichwohl Möglichkeiten bieten, ihre Produkt- und Dienstleistungsideen schneller und oft auch unbürokratischer umsetzen zu können als das in anderen Ländern der Fall ist. Als jüngstes Vehikel zur Verteidigung der günstigen Wettbewerbsposition wurde im Juli vergangenen Jahres der Reserved Alternative Investment Fund (RAIF) geschaffen. Aus Sicht der Autoren profitieren institutionelle Anleger der RAIF als neu geschaffene Luxemburger „Fast-Lane-Variante“ des AIF, von einer deutlich verkürzten Zeitspanne zwischen Anlageidee und Auflage. Anlagen in Alternative Investments schätzen sie damit als deutlich einfacher ein. Steuerlich und regulatorisch bescheinigen sie RAIF eine Begegnung auf Augenhöhe mit dem oft als AIF-Vehikel genutzten Luxemburger Spezialfonds SIF. (Red.)

native Investment Fund Manager (AIFM) administriert wird. Während für den AIFM dabei der EU-Pass gilt, muss die Zentralverwaltung der SICAV/SICAF oder die Management Company eines FCP in Luxemburg ansässig sein. Gleiches gilt in Bezug auf die Verwahrstelle.

Den Nutzen haben institutionelle Anleger oder Asset Manager, denn Anlagestrategien können nun schneller am Markt platziert und entsprechende Investitionsgelder eingesammelt werden. Die nicht benötigte Zulassung eines RAIF-Vehikels bei der Luxemburger Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) macht – bei Vorliegen der vollständigen Unterlagen und standardisierten Dokumente – ein Time-to-Market von etwa zwei Wochen möglich. Nach der Strukturierungsphase, also der Abstimmung des Aufsatzes mit den Investoren beziehungsweise Asset Managern, kann der RAIF direkt gegründet werden. RAIF-Strukturen könnten damit etwa zwei Monate schneller aufgelegt werden als vergleichbare SIF-Strukturen oder Investitionsgesellschaften für Risikokapital (Société d'investissement en capital à risqué – SICAR). Zudem müssen spätere Anpassungen der Vertragsdokumentation ebenfalls nicht mehr von der CSSF genehmigt werden.

Große Flexibilität bei der Rechtsform

Neben dem Sondervermögen (FCP/Vertragstyp) kann ein RAIF auch in der Gesellschaftsform aufgelegt werden. Beim als Investmentgesellschaft (SICAV/SICAF) strukturierten RAIF sind verschiedene Rechtsformen möglich:

- Aktiengesellschaft (Société anonyme – SA)
- Kommanditgesellschaft (Société en commandite simple – SCS)
- Spezialkommanditgesellschaft (Société en commandite speciale – SCSp)
- Kommanditgesellschaft auf Aktien (Société en commandite par actions – SCA)
- Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Société à responsabilité limitée – Sàrl)

Ein RAIF, der nach seinen Gründungsunterlagen ausschließlich auf das Investment in Risikokapital beschränkt ist, muss immer die Rechtsform eine Gesellschaft (Société)

aufweisen, die Form des FCP ist in diesem Fall nicht möglich.

Während die Aktiengesellschaft (SA) den Vorteil der beschränkten Haftung von Aktionären und einer freien Übertragbarkeit von Aktien aufweist, schützt die Kommanditgesellschaft auf Aktien (SCA) den oder die Gesellschaftsgründer vor einem möglichen Rückzug von Anteilseignern. Die Kommanditgesellschaften SCS und SCSp, die den angelsächsischen „Limited Partnerships“ ähneln, kennzeichnet dagegen ein sehr hoher Grad an Vertragsfreiheit. Der Hauptunterschied zwischen den Formen ist, dass die SCS mit einer eigenen Rechtspersönlichkeit ausgestattet ist, die SCSp aber nicht. Sowohl SCS als auch SCSp weisen günstige Eigenschaften in Bezug auf die Steuertransparenz zur Ebene des Anlegers auf.

RAIF können grundsätzlich auch als Umbrella-Strukturen mit entsprechenden Teilfonds ausgestaltet werden, die sich in Bezug auf Eigenschaften wie die Anlagepolitik, Rücknahmen, Ausschüttungen, Gebühren, Referenzwährung oder Anlageberater unterscheiden können. Auch die Einbindung mehrerer Manager (Multi-Manager-Ansatz) in einem Teilfonds ist möglich, ebenso wie unterschiedliche Anteilsklassen mit unterschiedlicher Ausgestaltung. Das RAIF-Regime kann zudem auch für den Bereich der Publikums-AIF (sogenannte Teil-II-Fonds) und für das bisher überwiegend durch die SICAR abgebildete Risikokapital genutzt werden.

Nach der Auflage eines RAIF ist eine spätere Umwandlung in einen SIF oder eine SICAR – und damit in die Regulierung auch des Anlagevehikels – durch Genehmigung der Aufsichtsbehörde möglich. Auf sich verändernde Anforderungen von Investoren lässt sich so jederzeit reagieren. Möglich sein soll auch die Umwandlung von bisher unregulierten Strukturen in RAIF-Strukturen und die Umwandlung von SIF- in RAIF-Strukturen. Bei aller Flexibilität ist es aber nach Expertenmeinung eher unwahrscheinlich, dass bestehende Strukturen in RAIF umgewandelt werden.

Keine steuerlichen Nachteile

Gegenüber SIF-Strukturen ändert sich bei RAIF für deutsche Anleger nichts. Wie SIF unterliegen RAIF der Luxemburger Taxe d'abonnement in Höhe von 0,01 Prozent

des Nettofondsvermögens. Es gibt aber Ausnahmen, so können etwa RAIF von der Taxe d'abonnement befreit werden, wenn ihre Vermögenswerte nur Pensionsfonds vorbehalten sind. Gleiches gilt für Geldmarkt-RAIF und RAIF, die in bereits besteuerte Fonds investieren. Von den Ertragssteuern sind RAIF in Luxemburg befreit. Quellensteuer auf Ausschüttungen fällt ebenfalls nicht an. Für RAIF, die ausschließlich in Risikokapital investieren, ist ein optionales Besteuerungssystem vorgesehen, das dem für die SICAR geltenden Besteuerungssystem nachgebildet ist.

Für deutsche Investoren kommen – je nachdem, ob und wie das Investmentsteuergesetz für den RAIF anzuwenden ist – die Besteuerung nach dem Investmentsteuergesetz oder die allgemeinen Besteuerungsregeln zur Anwendung. RAIF in der Rechtsform der SCS oder SCSp fallen ab 2018 nicht mehr unter die Regelungen des deutschen Investmentsteuergesetzes, hier sind künftig ausschließlich die allgemeinen Besteuerungsregeln anzuwenden. Rein materiell dürfte das allerdings keinen Unterschied zur heutigen Gesetzeslage machen. Die Anwendung der jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommen von Luxemburg richtet sich nicht nach dem RAIF-Institut, sondern nach der jeweiligen Rechtsform des RAIF. Damit bleibt es bei den bekannten Anwendungsfällen. Auch bei der Befreiung von der Umsatzsteuer in Luxemburg auf die Management- beziehungsweise Administrationsdienstleistungen ändert sich nichts.

RAIF – Eignung für verschiedenste Anlagen

Für die Einstufung des RAIF im Rahmen der Anlageverordnung ist die Regulierung des Anlagevehikels nicht zwingend vorgesehen, ausreichend ist die Regulierung des Managers, und die ist durch dessen AIFM-Status gewährleistet. Im Rahmen von Solvency II ist ein Look-through möglich, die Kapitalanforderungen richten sich nach der Asset-Klasse. Auch beim Haftungsniveau gibt es keine Unterschiede zum SIF. Da der technische Aufwand und die Haftung beim RAIF vergleichbar sind mit SIF und SICAR, sollten die Kosten für Administration und Verwahrstelle nicht höher ausfallen. Die Kosten für die CSSF-Genehmigung des Vehikels entfallen beim RAIF, dem steht aber ein erhöhter Aufwand für eventuell weiter zu fassende Produktgutachten entgegen.

Die Anlagestrategie ist beim RAIF frei festlegbar. Es ist dabei nur eine grundsätzliche Risikostreuung vorzusehen, wobei die von der CSSF in ihrem Rundschreiben 07/309 für SIF dargelegten Regeln als Orientierung gelten. Danach würde der RAIF die Regeln erfüllen, wenn er

– nicht mehr als 30 Prozent der Vermögenswerte in Wertpapiere eines Emittenten anlegt. Diese Beschränkung gilt nicht für Anlagen in Wertpapiere, die emittiert oder garantiert werden von einem OECD-Mitgliedsstaat oder seinen regionalen und lokalen Körperschaften sowie von der EU und anderen supranationalen Institutionen und Organisationen. Bei Anlagen in kollektiven Anlageformen (Ziel-OGA) ist die 30-Prozent-Grenze ebenso nicht anzuwenden, wenn deren Anforderungen für die Risikodiversifikation den entsprechenden SIF-Anforderungen mindestens vergleichbar sind. Dabei sind Teilfonds jeweils getrennt zu betrachten.

– nicht durch Leerverkäufe Shortpositionen auf Wertpapiere eines Emittenten aufbaut, die mehr als 30 Prozent der gesamten Vermögenswerte ausmachen.

– bei derivativen Finanzinstrumenten eine angemessene Risikodiversifikation durch eine angemessene Streuung der Basiswerte aufbaut. Counterpart-Risiken bei OTC-Geschäften müssen entsprechend der Qualität und Qualifikation der Gegenparteien beschränkt werden.

Entsprechend den SIF-Regelungen sollten RAIF in einer Aufsetzungsphase von den oben beschriebenen Regeln zur Risikodi-

versifizierung abweichen dürfen. Die Länge dieser Phase hängt von der Art der verwalteten Vermögenswerte ab, bei Immobilien-SIF beträgt sie in der Regel vier Jahre.

Besonderheiten können sich auch bei Infrastrukturinvestments ergeben. Hierzu hat der Luxemburger Investmentverband ALFI 2015 veröffentlicht, dass die CSSF bei Luxemburger Infrastrukturvehikeln die Risikodiversifizierungsanforderungen weiter auslegt und die Anforderungen bei zwei getätigten Investments als erfüllt ansieht, wenn keines der Investments einen Anteil von mehr 75 Prozent auf sich vereinigt. Diese ursprünglich für die SIF geltende Regelung wäre natürlich auch für den RAIF vorteilhaft. Grundsätzlich sind RAIF in Bezug auf die Assetklassen sehr variabel. Das Spektrum möglicher Anlagen reicht von übertragbaren Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten und Derivaten über Immobilien, Infrastruktur, Private Equity, Mikrofinanzierung und Venture Capital bis hin zu Kunst, Wein oder Versicherungsverträgen. Damit sind auch innovative Anlagekonzepte umsetzbar. Durch den Wegfall der Produktgenehmigung bietet der RAIF auch über seinen gesamten Lebenszyklus hinweg viel Flexibilität, da spätere Änderungen der Dokumentation, etwa zur Anlagepolitik, nicht genehmigt werden müssen.

Auch RAIF-Darlehensfonds denkbar

Die CSSF hat zuletzt im Juni bestätigt, dass es für AIF grundsätzlich zulässig ist, sowohl Kredite zu vergeben (Loan Origination) als auch Kredite zu erwerben (Loan Participation). Dies ist für Darlehensfonds wichtig, weil es sich bei der Kreditvergabe um ein – zumindest grundsätzlich – banklizenzpflichtiges Geschäft handelt. Allerdings sind Investmentfonds in Luxemburg bereits seit Jahren von der Lizenzpflicht ausgenommen, wenn kein Einlagengeschäft betrieben wurde. Aus dieser Perspektive sollten sich RAIF auch als Darlehensfonds eignen.

Ob und in welcher Form dies tatsächlich der Fall ist, bleibt allerdings noch abzuwarten, weil konkrete Auslegungen der Luxemburger Aufsicht mit Blick auf die Anforderungen an den AIFM ausstehen. Die CSSF hat zwar die Besonderheiten von Darlehensfonds herausgestellt, vor allem in Bezug auf die Organisation des AIFM und die von ihm zu gewährleistenden Prozesse. Die aufgeführten Punkte stehen aber je-

weils in direktem Zusammenhang mit der Rolle des AIFM als Verwalter eines SIF. Entsprechende Ausführungen für AIFM bei der Administration eines RAIF wären wünschenswert.

Besondere Aufmerksamkeit widmet die Aufsicht den mit der Anlage in Darlehen verbundenen Risiken. AIFM werden dazu angehalten, alle Aspekte und Risiken der Vergabe beziehungsweise des Erwerbs von Darlehen zu bewerten und in der Organisation umzusetzen. Die Aufsicht wird sich im Einzelfall davon überzeugen, dass bei einem AIFM die Prozesse und internen Richtlinien dem Geschäftsmodell entsprechen und die erforderlichen Erfahrungen zur Vergabe oder Erwerb von Darlehen vorliegen. Der Schwerpunkt der Anforderungen liegt auf dem angemessenen Management von Kredit- und Liquiditätsrisiken, Konzentrations- und Risikobeschränkungen sowie einer Risikopolitik, die sowohl das Darlehen als auch die Investoren im Fokus hat.

Kriterien der AIFM-Auswahl

Das Beispiel Darlehen zeigt, wie wesentlich für die Qualität einer Struktur die Auswahl von Partnern ist, die eng mit den notwendigen Dienstleistern zusammenarbeiten, also Asset Managern und Loan Servicern, Bankpartnern und Beratern. Von praktischer Relevanz sind vor allem die technischen und organisatorischen Schnittstellen, die eine zeitgerechte Freigabe der Transaktionen ermöglichen, die Transaktionsabwicklung inklusive Bewertung und Buchhaltung umsetzen, Post-Trade-Compliance und Reporting an Investoren und Aufsichtsbehörden übernehmen – sowie fortlaufend die Entwicklung des Portfolios aus Risikosicht beobachten.

Branchenweit ist der erste RAIF schon unmittelbar mit dem Inkrafttreten des RAIF-Gesetzes aufgelegt worden. Auch Universal-Investment betrachtet den Reserved Alternative Investment Fund als eine interessante Abrundung ihres 360-Grad-Angebots für institutionelle Investoren. So ist es mit dem neuen Vehikel beispielsweise möglich, den derzeit sehr fragten Zugang zu Real-Asset-Anlagen zu beschleunigen. Asset Managern wird es auf der anderen Seite erleichtert, ihre Anlagestrategien dann schnell anzubieten, wenn sich die entsprechenden Marktopportunitäten ergeben.

Bleiben Sie immer auf dem neuesten Stand:

Ihre Kreditwesen-Redaktion informiert nun auch täglich in der Rubrik „Meldungen“.

Folgen Sie uns auf



oder besuchen Sie uns unter

www.kreditwesen.de