

XOLARIS

## ÜBERSICHT ÜBER SACHWERT-STRUKTUREN FÜR VERMÖGENDE UND PROFESSIONELLE INVESTOREN

Von Stefan Klaile, XOLARIS

Für Investitionen in Sachwerte steht deutschen wie internationalen Investoren heute eine Vielzahl von regulierten Anlagestrukturen unterschiedlicher Ausprägung zur Verfügung. Der Entscheidung für die optimale Struktur kommt dabei aus verschiedenen Gründen eine wesentliche Rolle für den langfristigen Produkterfolg zu. Das gilt sowohl für die Perspektive des Fondsinitiators als auch insbesondere des Investors. Denn nur mit einer den individuellen Zielen und Rahmenbedingungen entsprechenden Struktur werden alle notwendigen Handlungsoptionen gewahrt, gleichermaßen aber unnötige Kosten und Steuern vermieden, welche die Rentabilität des Investments schmälern würden.

Im Segment der Publikums-Fonds stehen in Deutschland Direktinvestments, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Vermögensanlagen und Alternative Investmentfonds (AIF) in unterschiedlichen Ausprägungen zur Verfügung. Nationale wie auch internationale semi-professionelle und professionelle Investoren sowie sehr vermögende Privatinvestoren fragen hingegen neben dem Direktinvestment eher Spezial-AIF nach deutschem,

Liechtensteiner oder Luxemburger Recht nach. Auch in Hong Kong beheimatete Limited Partnership-Strukturen sind eine attraktive Option, insbesondere wenn sie mit den Charakteristika der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen sowie Prozessabläufen entsprechender europäischer AIFs ausgestattet wurden.

Die puristischste Art der Sachwertanlage stellt das Direktinvestment dar. Anlageobjekte in dieser Kategorie sind typischerweise eher kleinteilig, so dass sie von einzelnen, meist privaten Investoren erworben werden können. Dazu zählen zum Beispiel Eigentumswohnungen, Container oder Rohstoffe, wie etwa Holz oder Edelmetall. Die notwendige Due Diligence setzt indes eine hohe Fachkenntnis des Investors in den jeweiligen Nischen voraus. Bei einem Direktinvestment erwirbt der Anleger unmittelbar ein oder mehrere Objekte, die Teil eines Ganzen sein können, ausschließlich jedoch in seinem Eigentum stehen. Seit Inkrafttreten des KAGB fallen die meisten derzeitigen Direktinvestments in Deutschland mit einem modellhaften Charakter und insbesondere, wenn vertraglich



Stefan Klaile gründete 2010 die XOLARIS Gruppe und 2013 gemeinsam mit der xpecto AG die XOLARIS Service KVAG in München. Zudem ist er Aufsichtsrat der ADREALIS Service KVG in Hamburg und Chairman of the Board der XOLARIS Capital Ltd., Hong Kong.

Zinszahlungen und Rückzahlungsanspruch vereinbart wurden, unter das Vermögensanlagegesetz nach § 1 Absatz 2 Nr. 7. Sie erfordern damit die Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts, den die BaFin (nur formal) geprüft und gebilligt hat. Zusätzlich muss bei der BaFin ein Vermögensanlagen-Informationsblatt hinterlegt werden.

In vielen Fällen kommt jedoch aus unterschiedlichsten Gründen ein Direktinvestment nicht in Frage. Oft liegen die Gründe dafür im Volumen, das nicht allein gestemmt werden kann oder aus Gründen der Risikostreuung aufgeteilt werden sollte. Manchmal bedingt dies aber auch die ausweisliche Expertise einer zwischengeschalteten Fondsgesellschaft, manchmal auch die bereits ausgeschöpfte Immobilienquote im Portfolio eines institutionellen Investors. Nachrangdarlehen, Genussrechte und andere vergleichbare Vermögensanlagen sind sowohl für semi-professionelle und professionelle Investoren wie auch für Initiatoren ebenso meist keine Alternative, da diese bei vergleichsweise hohem finanziellen wie auch organisatorischen Aufwand deutlich weniger reguliert sind als eine entsprechende KAGB-konforme Produktlösung. Auch sind solche Investmentstrukturen international nahezu unbekannt, so dass sie bei einer entsprechenden Ausrichtung des Projektes keine gangbare Option darstellen.

Den höchsten regulatorischen und prozessualen Anforderungen genügt hingegen der Alternative Investmentfonds (AIF). Dieses europäische Format wird, abgeleitet aus der europäischen AIFM-Direktive, beispielsweise unter dem nationalen Kapitalanlagegesetz in Deutschland in der Regel als geschlossene Investment-Kommanditgesellschaft oder Investment-Aktiengesellschaft aufgelegt. Auch Luxemburg und Liechtenstein verfügen über ihre entsprechende nationale Rechtsumsetzung, die eine Vielzahl von Strukturen und somit hohe Flexibilität ermöglicht.

Die „härtesten“ bzw. strengsten Maßstäbe legt dabei die nationale Rechtsprechung für Publikums-AIF nach dem deutschen KAGB an. Für semi-professionelle und professionelle Investoren werden die Fonds üblicherweise als Spezial-AIF (S-AIF) strukturiert, was aufgrund der Klassifizierung der Investoren und der damit einhergehenden veränderten Rahmenbedingungen in der Regel zu einer Prozess erleichterung und abgeänderten Form beispielsweise in der Prospektierung führt.

Die regelmäßige Bewertung des Anlagevermögens, die für die Errechnung des Nettovermögens der Fondsgesellschaft maßgeblich ist, ist auch bei S-AIF obligatorisch und somit ist die Kostenstruktur insbesondere der aufsichtsrechtlichen Protagonisten auch an den durchschnittlichen Nettoinventarwert

## Übersichtstabelle Anlagevehikel Sachwertinvestments

### NATIONAL

	AIF mit Service-KVG	AIF mit eigener KVG	Vermögensanlage GmbH & Co. KG (operativ tätig)	Genussrecht	Nachrangdarlehen / part. Darlehen	Direktinvestment	Crowdinvestment
<b>Prospekt</b>	BaFin-Freigabe	BaFin-Freigabe	BaFin-Freigabe	nein			nein
<b>Investitionskriterien</b>	hart	hart	hart	weich	weich	konkretes Objekt	weich
<b>Mittelverwendungskontrolle</b>	Verwahrstelle	Verwahrstelle	optional	optional	optional	entfällt	nein
<b>Eigenkapital</b>	ja	ja	ja	nein	nein	ja	nein
<b>Gesellschafter-/Eigentümerrechte</b>	ja	ja	ja	nein	nein	ja	nein
<b>Kontrolle des Asset Managers</b>	*****	***	***	*	*	entfällt	*
<b>Vergütung Prozentual vom NAV</b>	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein
<b>Bewertung der Assets</b>	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein
<b>Wechsel des Bewerter</b>	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein
<b>Geprüfter Jahresabschluss</b>	Pflicht für KVG und jeden Fonds	Pflicht für KVG und jeden Fonds	nein	nein	nein	nein	nein
<b>Versicherung D&amp;O Pflicht</b>	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein
<b>Nachweis EK des Emittenten</b>	ja	ja	nein	nein	nein	nein	nein

### INTERNATIONAL

	S-AIF Deutschland	S-AIF Luxemburg	S-AIF Liechtenstein (CEF)	S-AIF Liechtenstein (offen)	Hong Kong (CEF)	Direktinvestment	
<b>Regulierung</b>	KAGB	AIFMG	AIFMG	AIFMG	SFO		
<b>Regulierungsbehörde</b>	BaFin	CSSF	FMA	FMA	SFC		
<b>Strukturierungsformen</b>	Investment-Kommanditgesellschaft, Investment-Aktiengesellschaft	Aktiengesellschaft (S.A.), Kommanditgesellschaft auf Aktien (S.C.A.), GmbH (S.à.r.l.), Kommanditgesellschaft (S.C.S.), Spezialkommanditgesellschaft (S.C.Sp.)	Anlage-Kommanditgesellschaft; Investmentgesellschaft mit fixem Kapital	Anlage-Kommanditgesellschaft; Investmentgesellschaft mit variablen Kapital, Investmentfonds, Kollektivtreuhänderschaft	Limited Partnership		
<b>Prospekt</b>	BaFin-Freigabe	CSSF-Freigabe	FMA-Freigabe	FMA-Freigabe	Nein	Nein	
<b>Investitionskriterien</b>	hart	Mittel	Mittel	hart	weich	konkretes Objekt	
<b>Mittelverwendungskontrolle</b>	Verwahrstelle	Verwahrstelle	Verwahrstelle	Verwahrstelle	optional	entfällt	
<b>Eigenkapital</b>	ja	ja	ja	ja	Ja	ja	
<b>Gesellschafter-/Eigentümerrechte</b>	ja	ja	ja	ja	Ja	ja	
<b>Kontrolle des Asset Managers</b>	*****	****(*)	****(*)	****(*)	***	entfällt	
<b>Vergütungsbasis</b>	Prozentual vom NAV	individuell	individuell	individuell	individuell	individuell	
<b>Bewertung der Assets</b>	ja	ja	ja	ja	nein	nein	
<b>Steuer auf Gesellschaftsebene</b>	optional	ja	ja	ja	optional		
<b>Geprüfter Jahresabschluss</b>	Pflicht für KVG und jeden Fonds	ja	keine Offenlegungspflicht	keine Offenlegungspflicht	nein	nein	
<b>Versicherung D&amp;O Pflicht</b>	ja	ja	Ja	Ja	nein	nein	
<b>Nachweis EK des Emittenten</b>	ja	ja	Ja	Ja	nein	nein	

angelehnt. Der wichtigste Sicherheitsaspekt ist die Kontrolle des Asset Managers: Der AIF setzt eine von der BaFin zugelassene und beaufsichtigte Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) voraus. Für die Auflage von S-AIF mit einem Anlagevolumen von bis zu EUR 100 Mio. ist eine bei der BaFin registrierte KVG ausreichend. Für die Auflage von Publikums-Fonds und größere Volumina muss die KVG darüber hinaus über eine Zulassung nach § 22 KAGB verfügen.

Durch die Regulierung wird ein vollständiger Ausweis der bestehenden Kosten und Risiken sichergestellt. Die neben der KVG zu beauftragende Verwahrstelle, in der Regel eine Vollbank mit Sitz in Deutschland, stellt ähnlich wie bei offenen Investmentprodukten die korrekte Mittelverwendung nach strengen rechtlichen Rahmenbedingungen und Investitionskriterien sicher. Sollten dennoch Vermögenswerte abhandenkommen, haftet die Verwahrstelle dafür vollumfänglich. Die Portfolioverwaltung, die das sog. Verpflichtungsgeschäft des AIF führt, und die Verwahrung der Vermögenswerte, die das sog. Verfügungsgeschäft des AIF führt, sind somit stringent getrennt. Die KVG kann somit nicht unabhängig von weiteren Parteien über die Gelder des AIF verfügen.

Eine KVG muss überdies über entsprechend qualifiziertes Personal, anspruchsvolle IT-Systeme für die Verwaltung, das aufsichtsrechtliche Meldewesen und das obligatorische Risikomanagement sowie eine reversionssichere Dokumentation verfügen. Darüber hinaus fordert das KAGB eine belastbare Kapitalausstattung der KVG und stellt besondere Anforderungen an die Kompetenzen der Geschäftsleiter, wobei das KAGB mindestens einen für das Portfoliomanagement sowie einen für das Risikomanagement vorsieht.

Sowohl in Luxemburg als auch in Liechtenstein werden ähnlich hohe Anforderungen gestellt. Initiatoren profitieren hier jedoch von meist kürzeren Zulassungszeiten bei den Aufsichtsbehörden CSSF und FMA. Auch sind Einschränkungen bzw. Vordefinitionen der jeweilig vorgesehenen Investitionskriterien etwas grundsätzlicher gefasst, was den Kompetenzen der Protagonisten mehr Spielraum für Individualität einräumt. Hinzu kommt sowohl in der Vergütungsstruktur als auch in der steuerrechtlichen Struktur eine Vereinfachung zum Tragen, die jedoch jeweilig sinnvollerweise einer Einzelfallprüfung zu unterziehen und auf die jeweiligen Bedürfnisse abzustimmen sind.

Aufgrund der gemeinsamen europäischen Regulierungsverordnung, der sich Liechtenstein im Zuge des EWR angeschlossen hat, können AIF mit „Passporting“ über innereuropäische Grenzen hinweg zur Zeichnung angeboten werden. Für internationale, vor allem semi-professionelle und professionelle Investoren können auch individuelle außereuropäische Strukturen

wie eine Limited Partnership mit Sitz in Hong Kong eine sehr interessante Option sein. Diese verfügen zwar nicht de Jure über eine vergleichbare Regulierung, können jedoch wie ein reguliertes Pendant strukturiert werden. So lässt sich auch hier eine für Investoren attraktive und zielführende Infrastruktur realisieren.

Oft ist es die Dreiecks-Beziehung zwischen Initiator, Objekt und Investor, welche den Charakter und die finale Struktur des Investmentproduktes bedingt. Lassen Sie uns hierzu ein konkretes Beispiel nehmen: Ein Initiator erwirbt ein bekanntes Schauspielhaus in einer hochgelegenen bayerischen Traditionsstadt. Eigentümerin wird eine von ihm gehaltene Immobiliengesellschaft. Auf dem Grundstück soll im Zuge einer Projektentwicklung zudem ein luxuriöses, dem Gesamtbiente entsprechendes Hotel entstehen. Aufgrund der Attraktivität dieses einzigartigen Objektes sowie zur Allokation seiner persönlichen Investitionsstruktur, entschließt sich der Initiator, die Möglichkeit auch weiteren Interessierten zu gewähren. Um die Finanzierung durch mehrere Investoren umsetzen zu können, wird eine Service-KVG beauftragt, einen dafür geeigneten Eigenkapital-Fonds aufzulegen. Das Mittel der Wahl ist in diesem Fall ein Spezial-AIF gemäß deutschem KAGB. Dies entspricht sowohl den Vorstellungen als auch den Anforderungen des Initiators und denen potenzieller Investoren. Des Weiteren empfiehlt sich aufgrund der besonderen Kombination der Ertragsquellen, nämlich des Betriebs des Schauspielhauses sowie der Entwicklung und des späteren Betriebs des Hotels, ein Private Equity-Fonds anstelle eines typischen Immobilienfonds, womit deutlich mehr Handlungsoptionen bestehen und eine deutlich höhere Flexibilität einhergeht.

Insbesondere für sehr vermögende Privatinvestoren, semi-professionelle und professionelle Investoren eignen sich selten Investmentangebote von der Stange. Vielmehr kommt es auf eine flexible und den tatsächlichen Anforderungen entsprechende individuelle Lösung an.

---

Weitere Informationen: [www.xolaris.de](http://www.xolaris.de)