

Die richtige Standortwahl für Immobilienfonds

Deutschland versus Luxemburg

Business Breakfast
April 2016

26. April 2016 –
München

28. April 2016 –
Frankfurt/Main

29. April 2016 –
Hamburg

Standortvergleich

1.1	Welcher Standort ist attraktiver?	4
1.2	Deutschland und Luxemburg in Zahlen	6
1.3	Vergleich Deutschland versus Luxemburg	12

Welcher Standort ist attraktiver?



Ansichten

...Bestimmte Anlagegegenstände nur in Luxemburg realisierbar...

...Auslandsvertrieb über deutsche Strukturen schwierig ...

...Unterschiedliche Finanzierungsmöglichkeiten...

...Deutsche Investoren haben eine Präferenz für deutsche Sondervermögen ...

...Luxemburger Fonds international bekannt & vom Markt akzeptiert...

...Fondsaufgabe in Luxemburg schneller ...

Welcher Standort ist attraktiver?



Nach der europaweiten Umsetzung der AIFM-Richtlinie sind die Standortunterschiede – auch zwischen Deutschland und Luxemburg – deutlich geringer geworden; Deutschland hat bei den Produkten aufgeholt – Luxemburg legt aber derzeit nach; Luxemburg liegt unverändert beim Auslandvertrieb vorn.

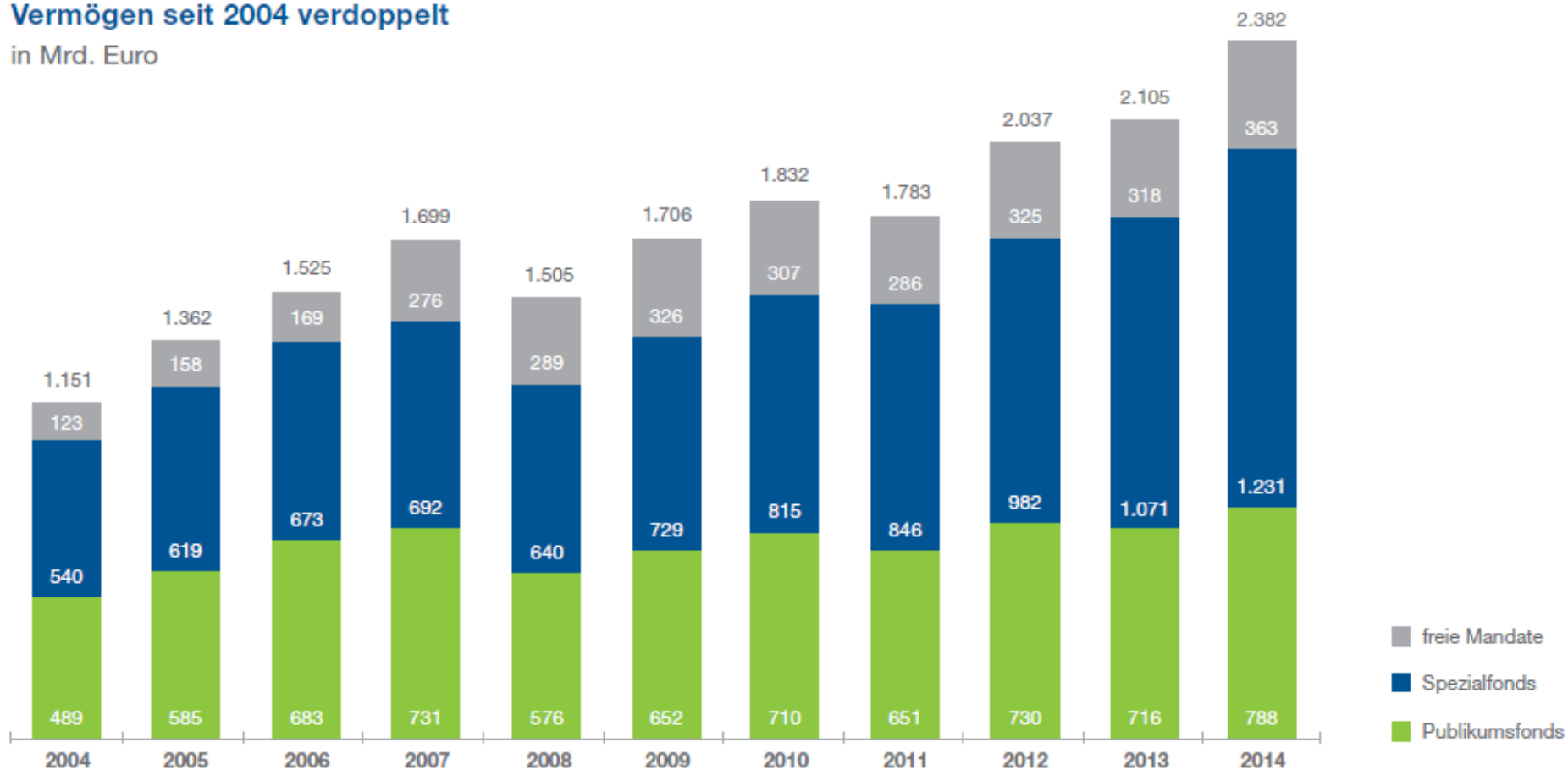
Die Standortwahl wird durch die bestehenden Unterschiede bestimmt und hängt insbesondere davon ab...

- an welche Investoren (Retail- oder Institutionelle Investoren, Inland/Ausland) vertrieben werden soll und was deren Präferenz ist;
- in welche Vermögensgegenstände investiert werden soll;
- in welchem Umfang fremdfinanziert werden soll;
- welche Dienstleistungen in welcher Qualität zu welchem Preis angeboten werden;
- wie die neuen Gesetzesvorschriften in der Praxis angewandt werden (insbesondere Praxis der Aufsichtsbehörden).

BVI Fondsstatistik 2015

Vermögen seit 2004 verdoppelt

in Mrd. Euro

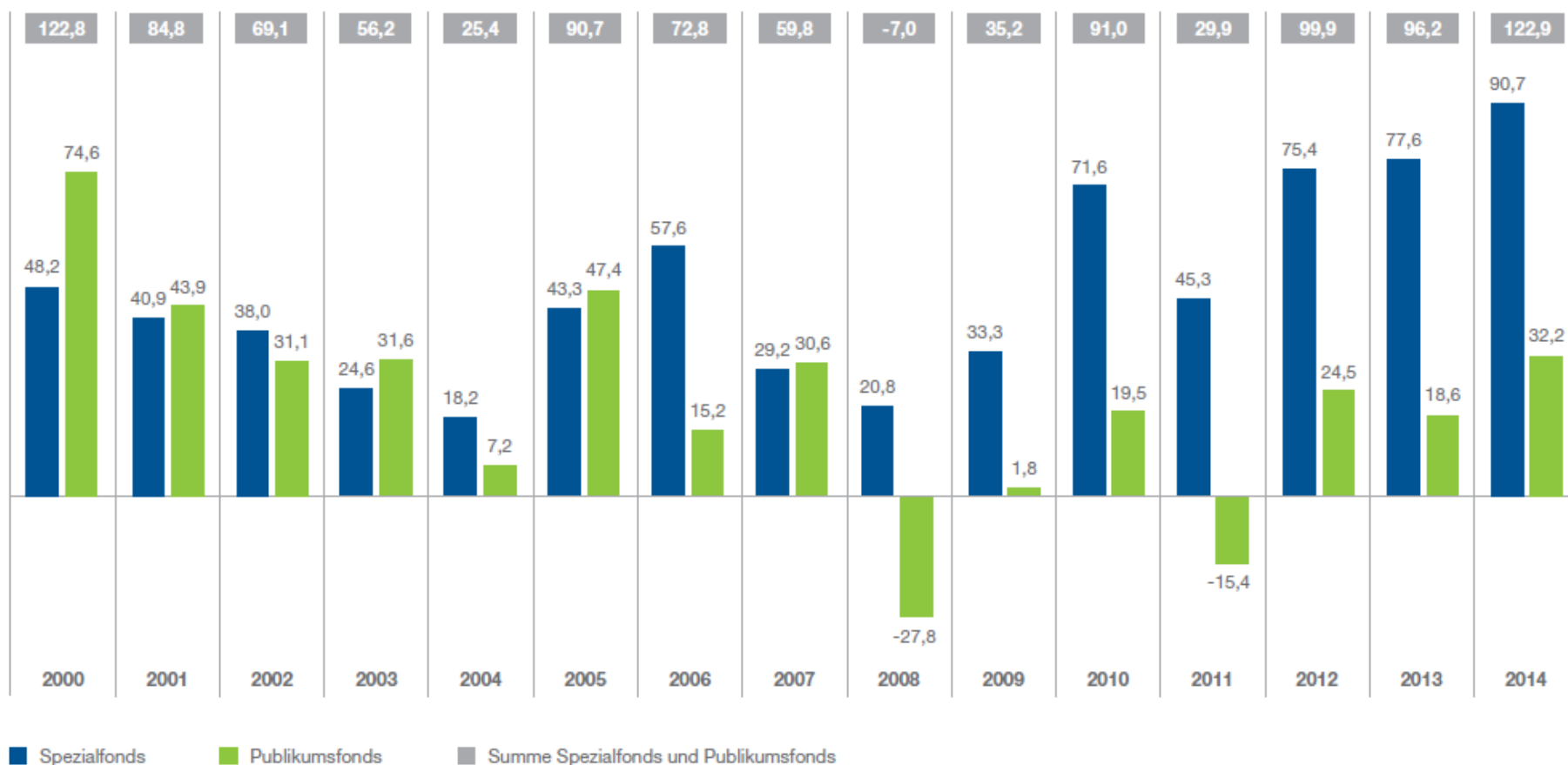


Stichtag: jeweils 31.12.

BVI Fondsstatistik 2015

Rekord beim Fondsneugeschäft

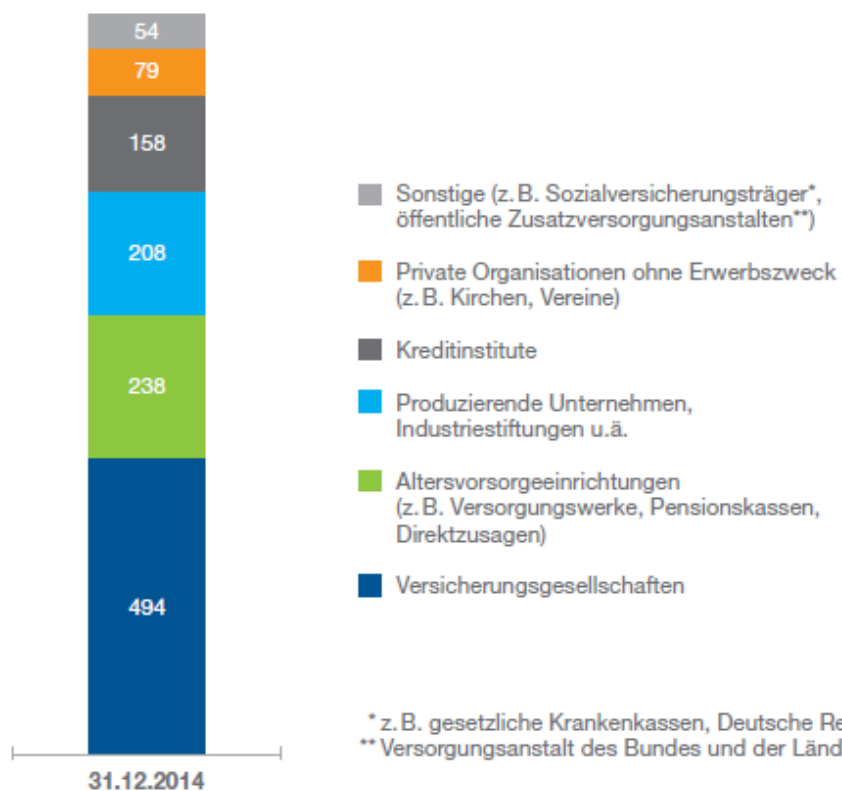
Netto-Mittelaufkommen in Mrd. Euro



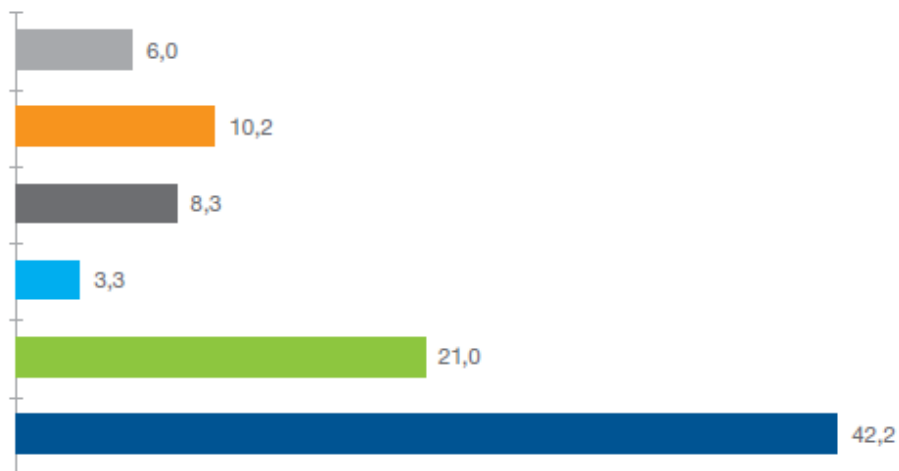
BVI Fondsstatistik 2015

Spezialfonds: Versicherungen größte Anlegergruppe

Fondsvermögen (Summe: 1.231 Mrd. Euro)



Netto-Mittelaufkommen 2014 (Summe: 91 Mrd. Euro)

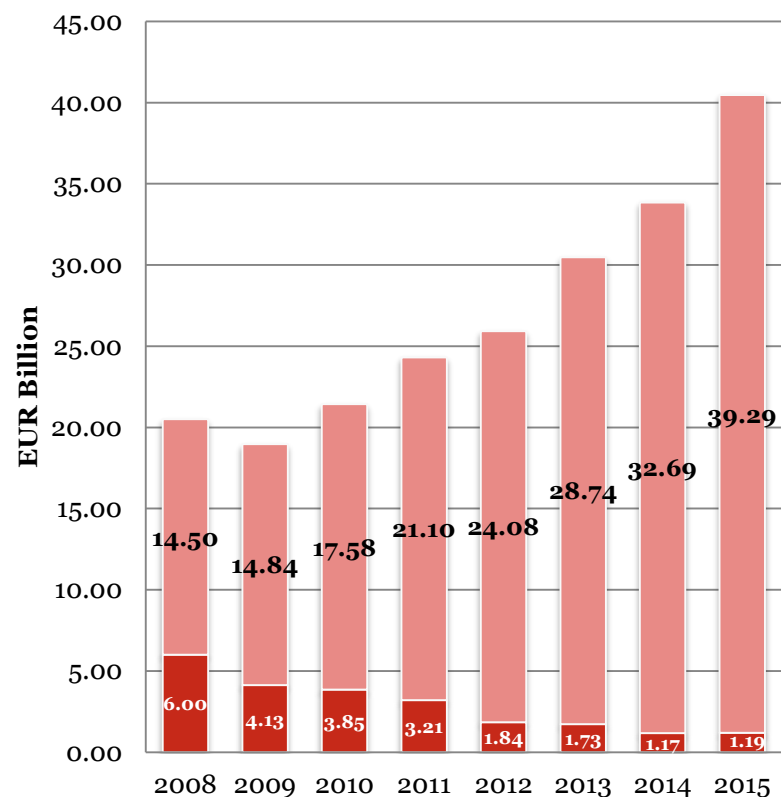


* z. B. gesetzliche Krankenkassen, Deutsche Rentenversicherung Bund, Berufsgenossenschaften

** Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder, Arbeitsgemeinschaft kommunale und kirchliche Altersversorgung

Der Standort Luxemburg im Überblick

AuM RE-Funds



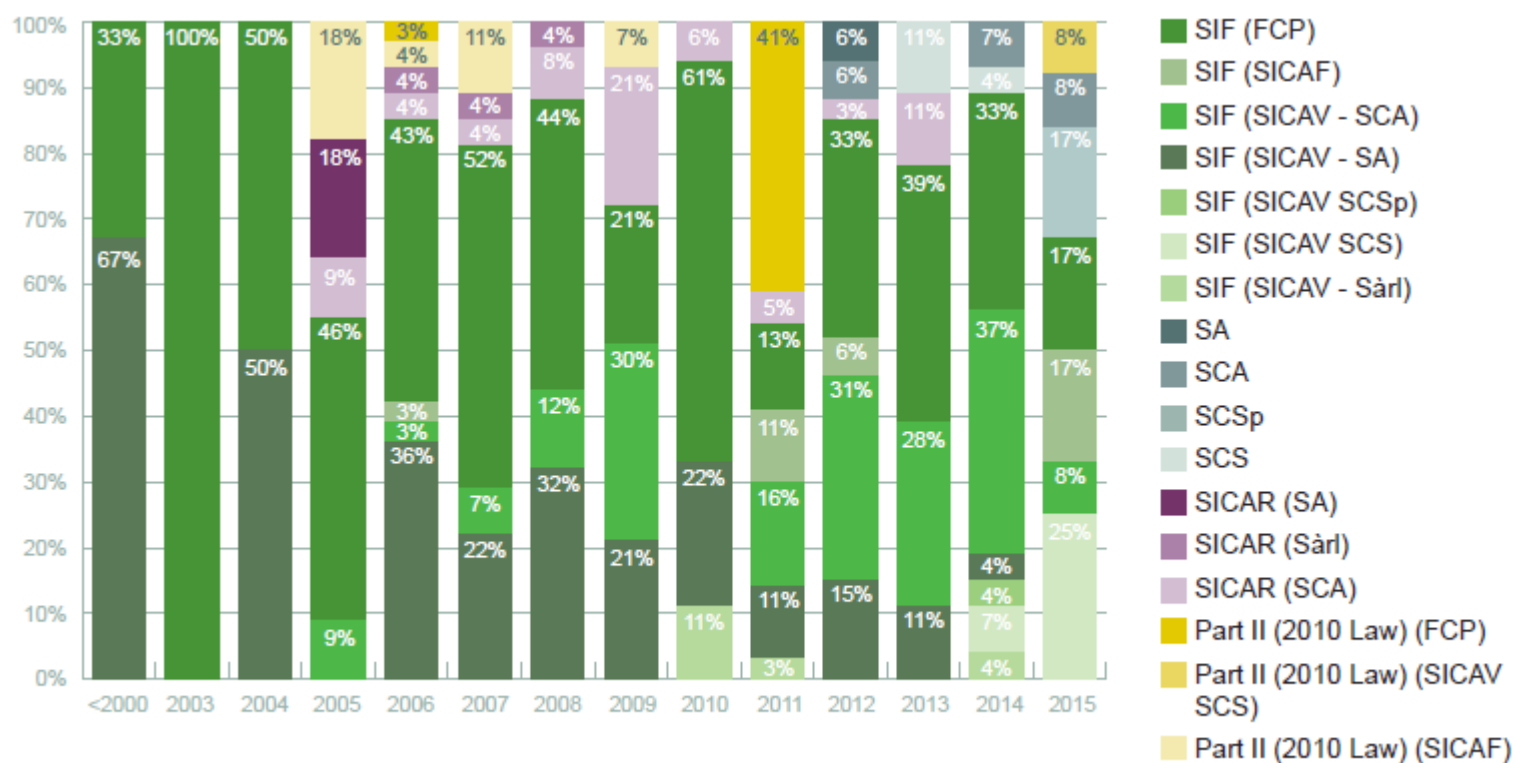
■ SIF, Gesetz über die Spezial Investmentfonds von Februar 2007

■ Teil 2 Fonds – Gesetz von Dezember 2010

- Kontinuierliches Wachstum
- Präferierter Strukturierungsstandort und Distribution Hub
- Vorrangig institutionelle Investoren
- 80 % Spezialfonds – steigende Bedeutung der SCS / ScSp

Der Standort Luxemburg im Überblick

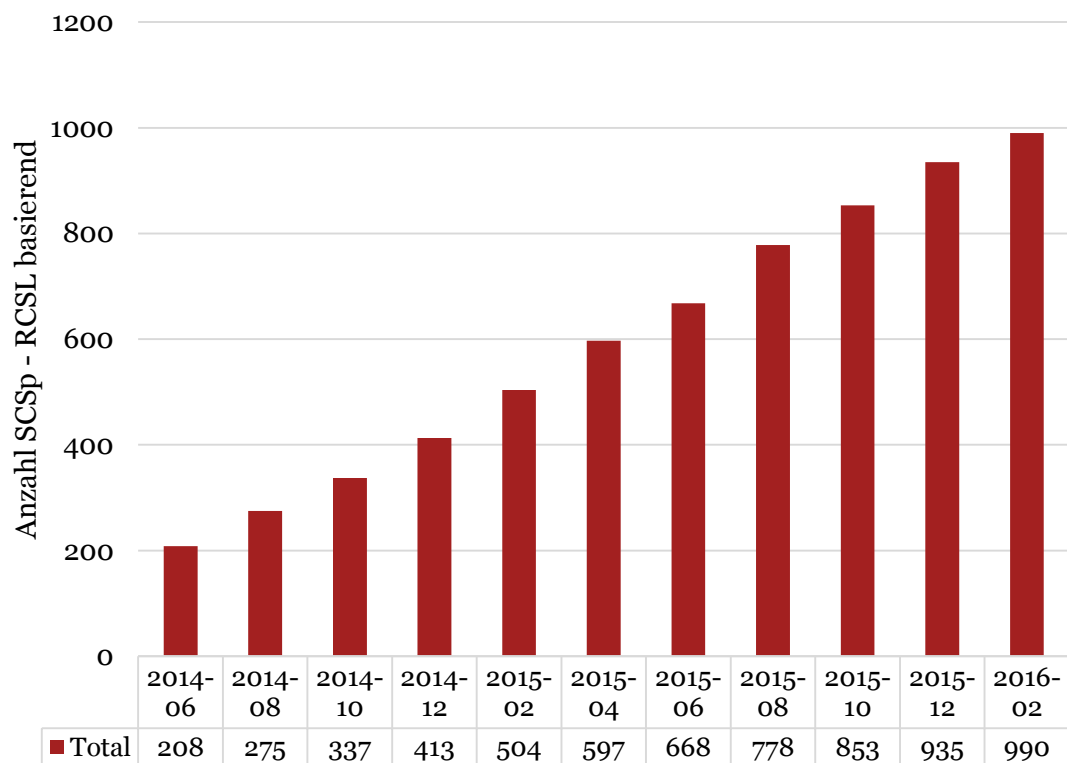
Entwicklung nach Rechtsform



Source: ALFI survey 2015

(Spezial)KG: SCSp – ein Luxemburger Erfolgsmodell

SCSp in Luxemburg



- Keine Offenlegung von LPs
- Angleichung an angelsächsische LP-Strukturen
- Keine eigene Rechtspersönlichkeit (SCSp)
- Flexibilität bei der Rechnungslegung

Produktvergleich

Produkte	In Luxemburg geregelt durch	In Deutschland geregelt durch
Publikumsfonds	Gesetz vom 20. Dezember 2010 über Organismen für gemeinsame Anlagen. => Änderung (u. a. Verweis auf AIFM Gesetz) betreffend Teil-II Fonds (alle Teil-II Fonds sind AIF).	KAGB
Spezialfonds	Gesetz vom 13. Februar 2007 über die Spezialfonds. => Duale Regulierung, je nach Sachlage, ob SIF ein AIF ist.	KAGB
Geschlossene Fonds (KG)	Gesetz über die Handelsgesellschaften vom 10. August 1915.	KAGB/HGB
REIT	n/a	REIT-Gesetz
Wagniskapitalgesellschaften	Gesetz vom 15. Juni 2004 über die Wagniskapitalgesellschaften. => Duale Regulierung, je nach Sachlage, ob SICAR ein AIF ist.	KAGB
Verbriefungsgesellschaften	Gesetz vom 22. März 2004 über die Verbriefung.	n/a
Unregulierte Gesellschaften	Gesetz über die Handelsgesellschaften vom 10. August 1915.	HGB/BGB

Vergleich Rechtsformen

Produkte	Luxemburg	Deutschland
Publikumsfonds	<ul style="list-style-type: none"> • FCP; • SICAV (Aktiengesellschaft (S.A.)) 	<ul style="list-style-type: none"> • Sondervermögen • Investment-AG (nur geschlossen) • Investment-KG
Spezialfonds	<ul style="list-style-type: none"> • FCP; • SICAV & SICAF <ul style="list-style-type: none"> ▪ Aktiengesellschaft (S.A.); ▪ Kommanditgesellschaft auf Aktien (S.C.A.); ▪ GmbH (S.à r.l.); ▪ Genossenschaft in Form einer AG (S.C.o.S.A.); ▪ Kommanditgesellschaft (S.C.S.); ▪ Spezialkommanditgesellschaft (S.C.Sp). 	<ul style="list-style-type: none"> • Sondervermögen • Investment-AG (nur geschlossen) • Investment-KG

Vergleich Publikumsfonds

Merkmals	Luxemburger Publikumsfonds	Deutschland Immobilienpublikumsfonds (offen)	Deutschland Immobilienpublikumsfonds (geschlossen)
Risiko-streuung	Immobilien dürfen zur Zeit des Erwerbs 20 % des Nettovermögens nicht übersteigen.	Immobilien dürfen zur Zeit des Erwerbs 15 % des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigen. Der Gesamtwert der Immobilien, die jeweils mehr als 10 % des Wertes des Sondervermögens ausmachen, darf 50 % des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigen.	Grundsatz der Risikomischung. (mindestens drei Sachwerte und gleichmäßige Verteilung jedes einzelnen Sachwertes am Wert des gesamten AIF oder Streuung des Ausfallrisikos bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise durch die Nutzungsstruktur des Sachwertes). Ausnahme: Ein-Asset-Fonds möglich bei Anlage von mind. EUR 20.000.
Fremd-finanzierung	Kredite dürfen 50 % des Verkehrswertes aller Vermögenswerte nicht übersteigen.	Kredite dürfen 30 % des Verkehrswertes aller Vermögenswerte nicht übersteigen.	Kredite dürfen 60 % des Verkehrswertes aller Vermögenswerte nicht übersteigen.
Anlage-gegenstände	Keine Beschränkungen.	Immobilien, Immobiliengesellschaften, Liquiditätsanlagen.	Sachwerte (nicht abschließende Aufzählung) Immobilien inkl. Wald, Forst und Agrarland.

Vergleich Spezialfonds

Merkmal	Luxemburg SIF	Deutschland Immobilien Spezialfonds (offen)	Deutschland Immobilien Spezialfonds (geschlossen)
Investoren	Sachkundige Anleger (Professionelle, Institutionelle und „Gut informierte“ Anleger)	Professionelle und semi- professionelle Anleger	Professionelle und semi- professionelle Anleger
Risiko- streuung	Max. 30 % der Vermögenswerte auf gleichartige Titel desselben Emittenten	Grundsatz der Risikomischung	Grundsätzlich keine Risikostreuung notwendig (Single- Asset-Fonds möglich)
Fremd- finanzierung	Keine Deckelung vorgesehen; bei hohem Leverage Abstimmung mit CSSF ratsam	50 % Leverage (Spezial- AIF mit festen Anlagebedingungen)	Keine grundsätzliche Begrenzung (aber Informationspflicht gegenüber BaFin, dass Leverage fallspezifisch angemessen ist.)
Anlage- gegenstände	Keine grundsätzliche Begrenzung; direkte und indirekte Investments möglich	Keine grundsätzliche Begrenzung; direkte und indirekte Investments möglich	Keine grundsätzliche Begrenzung; direkte und indirekte Investments möglich
Ein-Investor- Fonds	Möglich (fällt nicht unter AIFMD)	Nicht möglich	Nicht möglich
Produkt im Auslands- vertrieb akzeptiert?	Ja	Eher nein	Eher nein

Steuervergleich

Merkmal	Luxemburg SIF / RAIF	Deutschland Immobilienfonds (offen)	Deutschland Kommanditgesellschaft (geschlossen)
Ertragsteuern	Befreit	Befreit, wenn steuerliche Voraussetzungen erfüllt sind	Einkommensteuerlich transparent; ggf. gewerbesteuerpflichtig
Quellensteuern	Keine	25 % Kapitalertragsteuer	Keine
Umsatzsteuer	Umsatzsteuerlicher Unternehmer, aber Verwaltungsleistungen befreit	KVG als Unternehmer, aber Verwaltungsleistungen befreit	Umsatzsteuerlicher Unternehmer
Vermögensteuer	Befreit	Wird nicht erhoben	Wird nicht erhoben
Verbindliche Auskünfte	Möglich, aber regelmäßig nicht erforderlich	Möglich, aber regelmäßig nicht erforderlich	Möglich, aber regelmäßig nicht erforderlich
DBA-Berechtigung	Hängt vom DBA-Staat und der Rechtsform ab	Abkommensberechtigung in Deutschland und regelmäßig in ausländischen DBA-Staaten	Abkommensberechtigung für AG; In der Regel keine Abkommensberechtigung für KG
Taxe d'abonnement	0,01 % p.a. vom Nettoinventarwert	n/a	n/a

Aktuelle Entwicklungen

3.1	EU Kapitalmarktunion	24
3.2	Verbriefung	26
3.3	Anlageverordnung	29
3.4	Solvency II	30
3.5	Kreditfonds	34
3.6	RAIF	36

EU Kapitalmarktunion – Einführung der STS Verbriefung

Ausgangssituation: “Kapitalmarkt ist in der EU weniger entwickelt und stärker fragmentiert als in den USA”

EU-Grünbuch (Februar 2015) sieht Maßnahmen zur Behebung vor:

- **Einheitliche Regulierung für hochwertige Verbriefungen**
- Überarbeitung der Prospektrichtlinie
- Förderung von Private Placement
- Verbesserung von Investor-Informationen
- Umsetzung von ELTIF Regelungen (insb. zu Solvency II)

Ziele: Förderung der Kapitalmarktfinanzierung
Verringerung der Abhängigkeit von Bankenfinanzierung

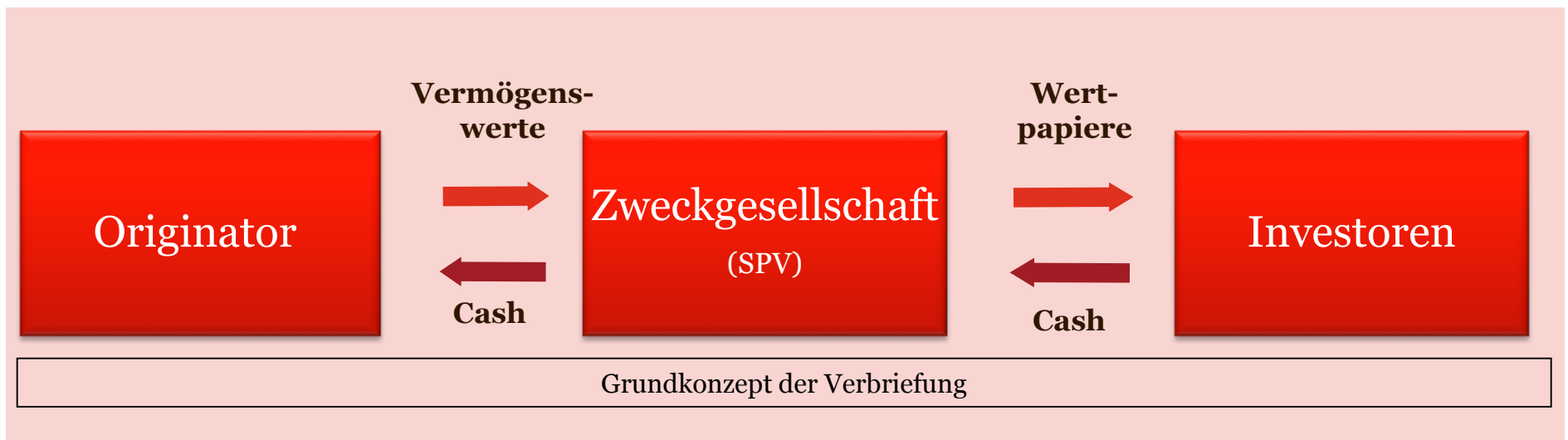
STS Verbriefung

Simple, Transparent, Standardised (STS) Securitisation - Produktkriterien

1. Einfache Strukturen, keine Wiederverbriefung
2. Homogenität und Granularität der Vermögensgegenstände
3. Transparenz auf die verbrieften Vermögenswerte
4. Selbstbehalte als Anreiz
5. Geregelte Due Diligence Anforderungen
6. “Full support” Liquiditätslinien bei besicherten Geldmarktpapieren (Asset Backed Commercial Paper; ABCP) erforderlich

Grundstruktur einer Verbriefung

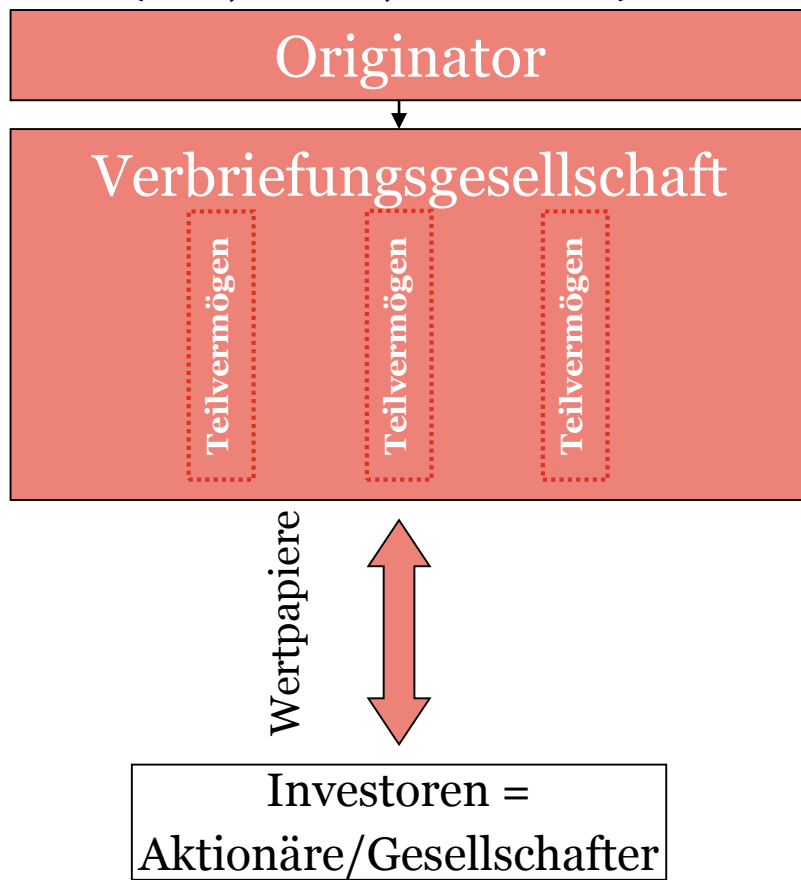
Unter Verbriefung versteht man die Umwandlung eines Pools gleichartiger Vermögenswerte in handelbare Wertpapiere durch eine Zweckgesellschaft (SPV).



Rahmenbedingungen in Luxemburg

Verbriefungsgesellschaft

(S.A., S.à r.l., S.C.A. etc.)



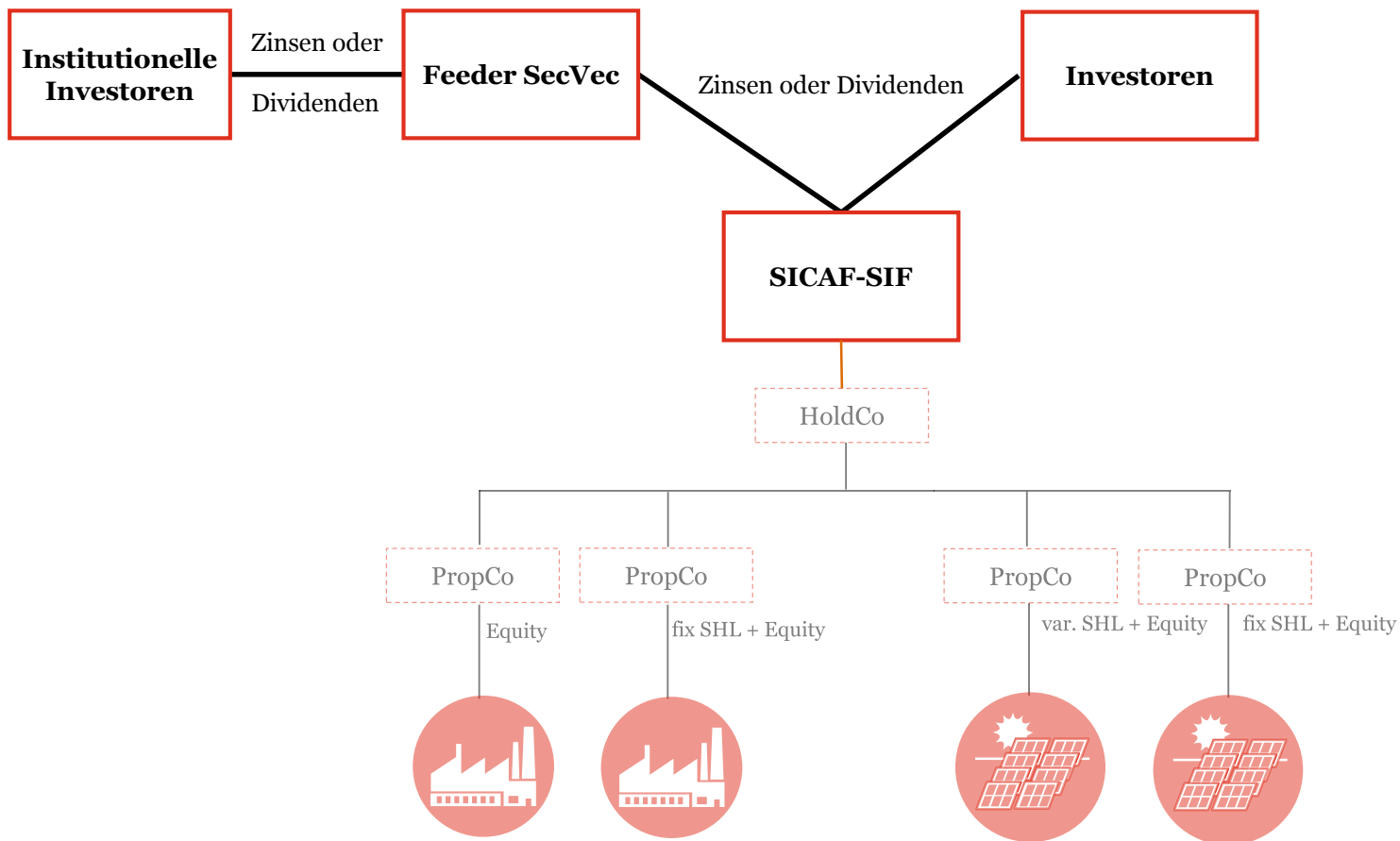
Rechtliche Sicherheit

- Einheitliche Gesetzesstruktur für Handels-, Steuer- und Aufsichtsrecht.
- Steuerneutralität
- Hoher Anlageschutz u. a. durch:
 - Bankruptcy remoteness (Insolvenzschutz);
 - Depotbank;
 - Abschlussprüfung.

Flexibilität

- Rechtsform des Verbriefungsorganismus;
- Bildung von Teilvermögen;
- Asset-Klassen: keine Beschränkung;
- Rechnungslegung;
- Regulierung?

Beispiel



Anlageverordnung

Aufsicht:

- Durch Anpassung der AnIV an das KAGB wurden die Regelungen für indirekte Anlagen komplexer.
- Nur regulierte EWR-Vehikel für indirekte Immobilienanlagen.
- Die Zukunft der AnIV ist vor dem Hintergrund von Solvency II ungewiss.

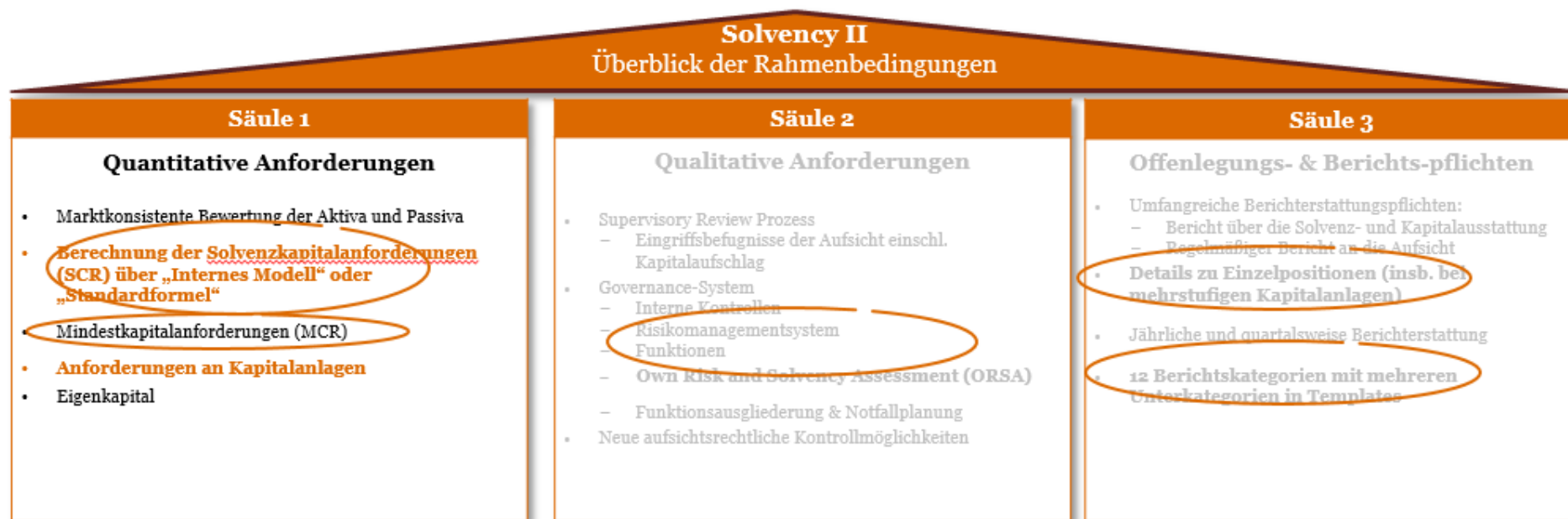
Investoren:

- Solvency II hat AnIV abgelöst (Mindestkapitalanforderungen statt Produktregulierung).
- AnIV aber noch auf kleine Versicherungen und Versorgungswerke anwendbar.
- Durch unklaren Wortlaut bestehen Unsicherheiten, die Abstimmungen mit Aufsicht erfordern.

Produkte:

- Nationale Anbieter haben Produkte bereits angepasst.
- Bei ausländischen Initiatoren nur teilweise Anpassung bei Produkten (z. B. US L.P. mit EU-AIF UK).
- Durch weniger AnIV-regulierte Investoren nimmt Einfluss der AnIV auf Produkte ab.
- Auf Anbieterseite geringere Kooperationsbereitschaft.

Solvency II – Drei Säulen Modell – auch wichtig für Asset Manager



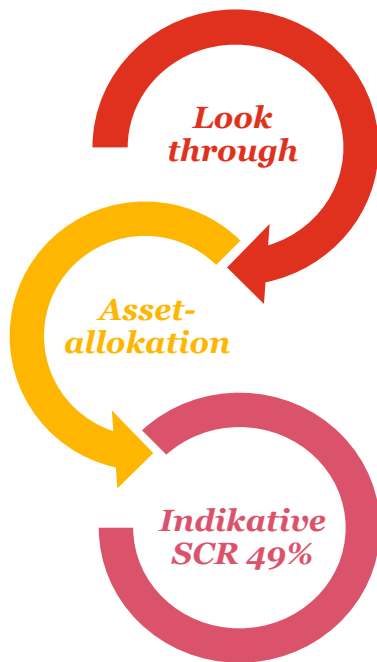
Auswirkungen auf Asset Manager

- Erweiterte **Anforderungen zur Datenermittlung**
 - Erhöhte **Informations- und Reportingpflichten**
- } hinsichtlich Umfang, Granularität, Aggregation & Frequenz
- Hierdurch stärkere **Kontrolle der Anlagetätigkeit des Asset Managers** durch das Versicherungsunternehmen

Anforderungen mit Relevanz für Asset Manager

Solvency II – Produkte bedürfen einer Einzelfallbetrachtung

Fondsprodukte



Die indikative SCR (Risikokapitalanforderung) soll bei Fondsprodukten grundsätzlich auf Basis der investierten Vermögensgegenstände erfolgen (“comply or explain”).

Wenn ein “look-through” Ansatz nicht möglich ist, soll die indikative SCR auf Basis der Assetallokation berechnet werden, jedoch nur wenn der Fonds strikt nach dieser vordefinierten Allokation verwaltet wird.

Wenn beides nicht möglich ist, gilt eine indikative SCR von 49 %.

Fremdkapitalprodukte

Indikative SCR von Fremdkapitalprodukten hängt von folgenden Faktoren ab:

1. Duration
 - Je länger die Laufzeit, umso höher die indikative SCR.
2. Rating
 - Je schlechter das Rating, umso höher die indikative SCR.

Solvency II – Asset Kategorisierung im Standardmodell

Vermögensgegenstand	Indikative Risikokapitalanforderung
Wertpapiere, Beteiligungen an börsennotierten Kapitalgesellschaften (EWR oder OECD) und Fondsanteile an EuSEF und EuVECA	39% (+/- 10% Puffer)
ELTIF	30%
Sonstige Beteiligungen	49% (+/- 10% Puffer)
Staatsanleihen	0% - 46,5%
Unternehmensanleihen und Darlehen	0,9% - 63,5%
Besicherte Anleihen	0,7% - 4,5%
Kreditderivate	grsl. 75%
Wertpapiere auf verpackte Darlehen («not resecuritised»)	2,1% - 100%
Wertpapiere auf verpackte Darlehen («resecuritised»)	33% - 100%
Immobilien und Immobilienfonds (ohne Fremdkapital)	25%

Verbriefung ist nicht gleich Verbriefung – relevante Definitionen im Solvency II Kontext

Für Solvency II Aspekte ist die genaue Konzeption einer Verbriefung wichtig! Indikative SCR hängt davon ab!

Definition gem. Art. 4(1)(61) der Kapitaladäquanzverordnung und -richtlinie – CRR/CRD IV (EU) No. 575/2013:

"Verbriefung" ein Geschäft... durch das das... mit einer Risikoposition... verbundene Kreditrisiko **in Tranchen unterteilt** wird, und das bzw. die folgende Merkmale aufweist:

1. die getätigten Zahlungen hängen von der Wertentwicklung der Risikoposition ab;
2. die Rangfolge der Tranchen entscheidet über die Verteilung der Verluste.



- Typ 1 Verbriefung oder
- Typ 2 Verbriefung

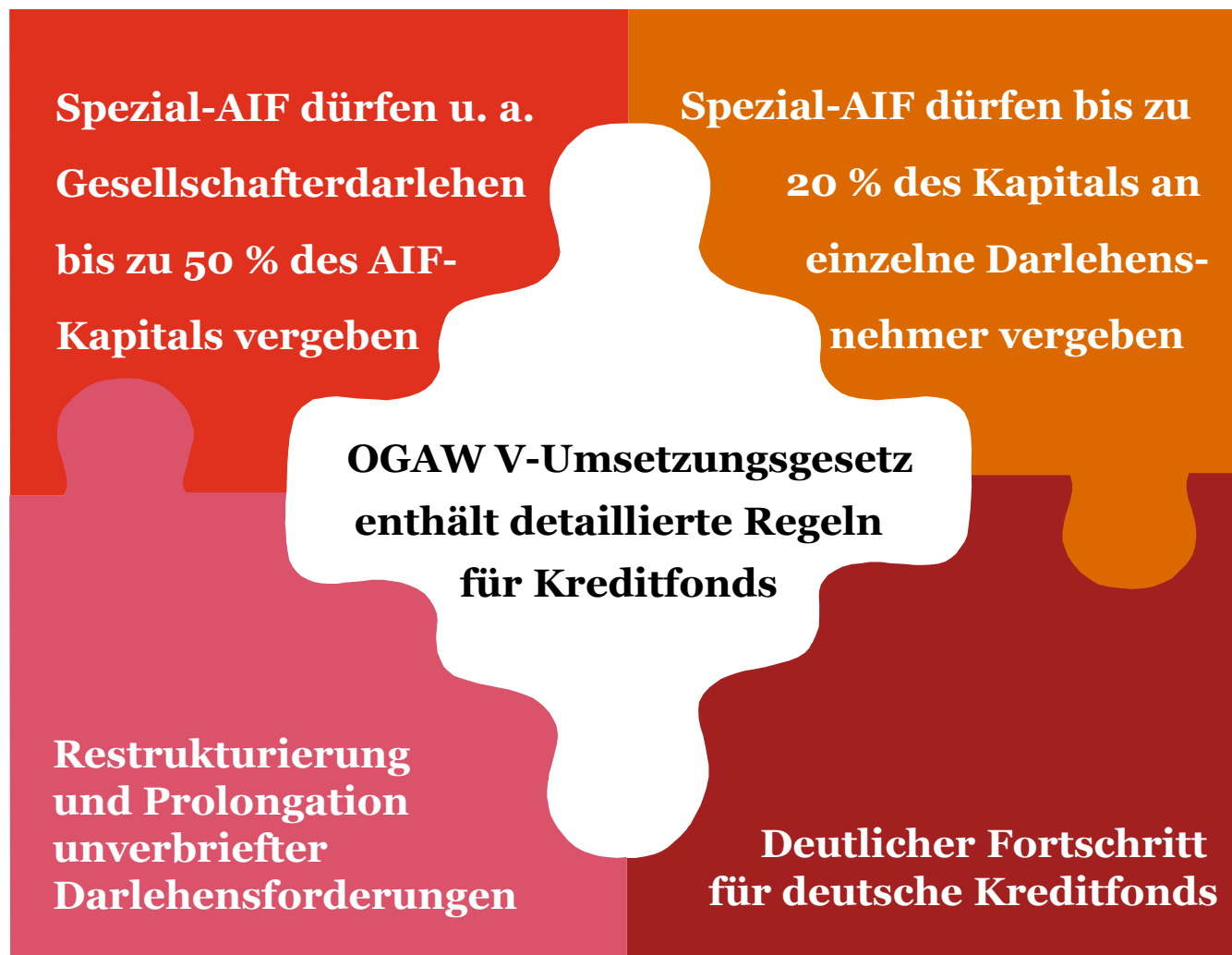
Definition gem. Art. 1 des (Luxemburger) Gesetzes vom 22. März 2004:

Die "Verbriefung" ist ein Geschäftsvorgang durch den ein Verbriefungsorganismus Risiken aus Forderungen,... erwirbt oder übernimmt.

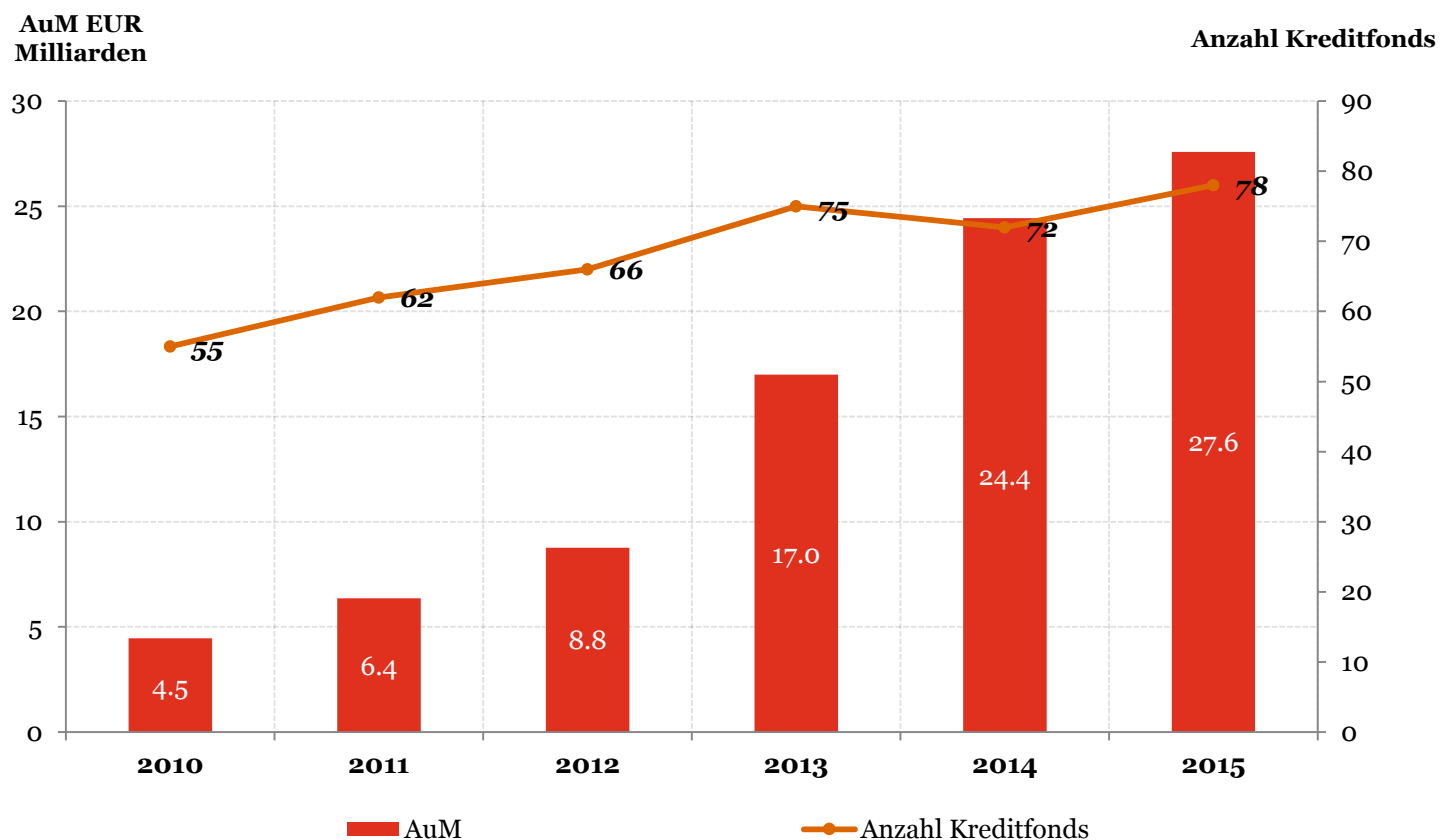


Anleihe nach Solvency II

Kreditfonds in Deutschland

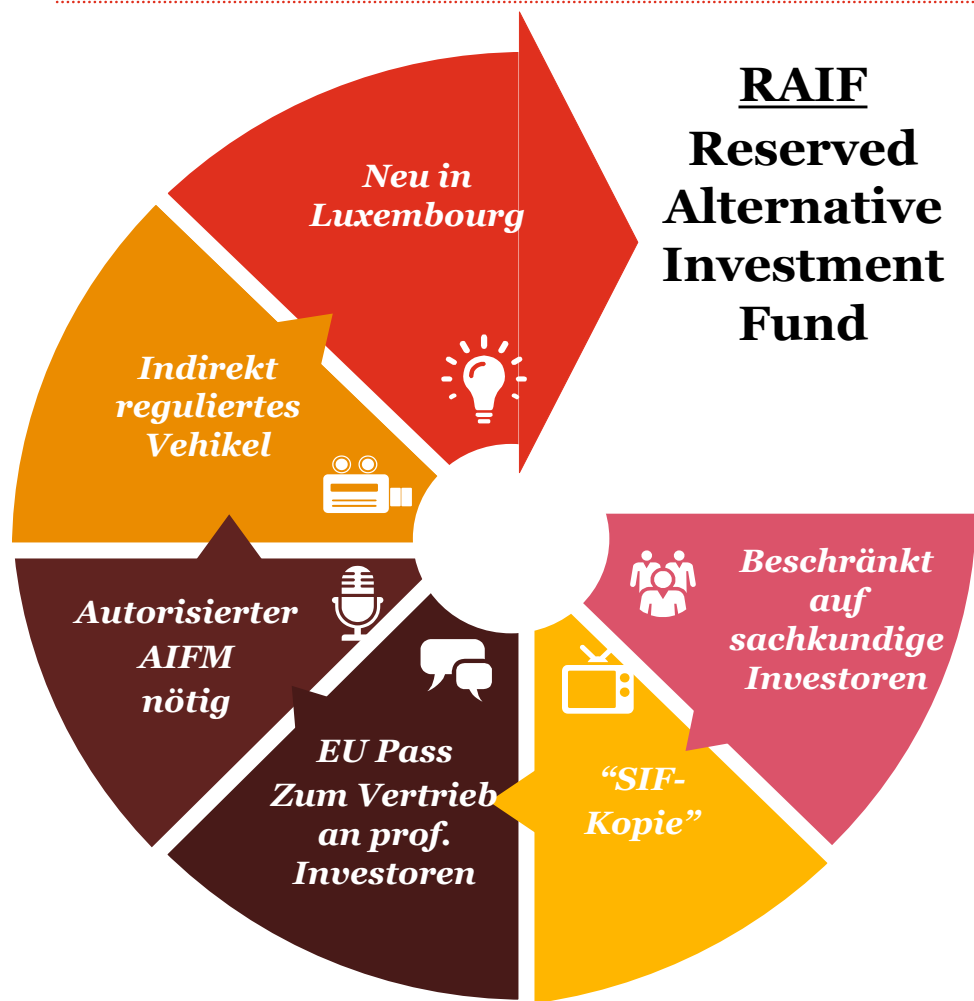


Zahl der Luxemburger Kreditfonds steigt kontinuierlich



Quelle: Fundsquare, Monterey and PwC analysis

RAIF – ein neues Fondsvehikel für Luxemburg



Ein neues attraktives Fondsvehikel

Gesetzentwurf vom 14. Dezember 2015, Gesetz soll im zweiten Quartal 2016 in Kraft treten



Indirekt reguliertes Fondsvehikel

RAIFs werden nicht von der CSSF genehmigt
Sehr schnelle Umsetzung möglich



Verwaltung durch autorisierten AIFM

RAIFs müssen durch einen autorisierten AIFM verwaltet werden, d. h. RAIFs können nicht selbstverwaltet sein oder durch einen registrierten AIFM verwaltet werden



EU-Vertriebspass

RAIF ist ein EU-AIF (mit EU-AIFM), hat also den Vertriebspass für professionelle Investoren



Übernahme vieler SIF-Merkmale

z. B. Rechtsformen, Möglichkeit in alle Arten von Vermögenswerten zu investieren, Umbrella-Struktur



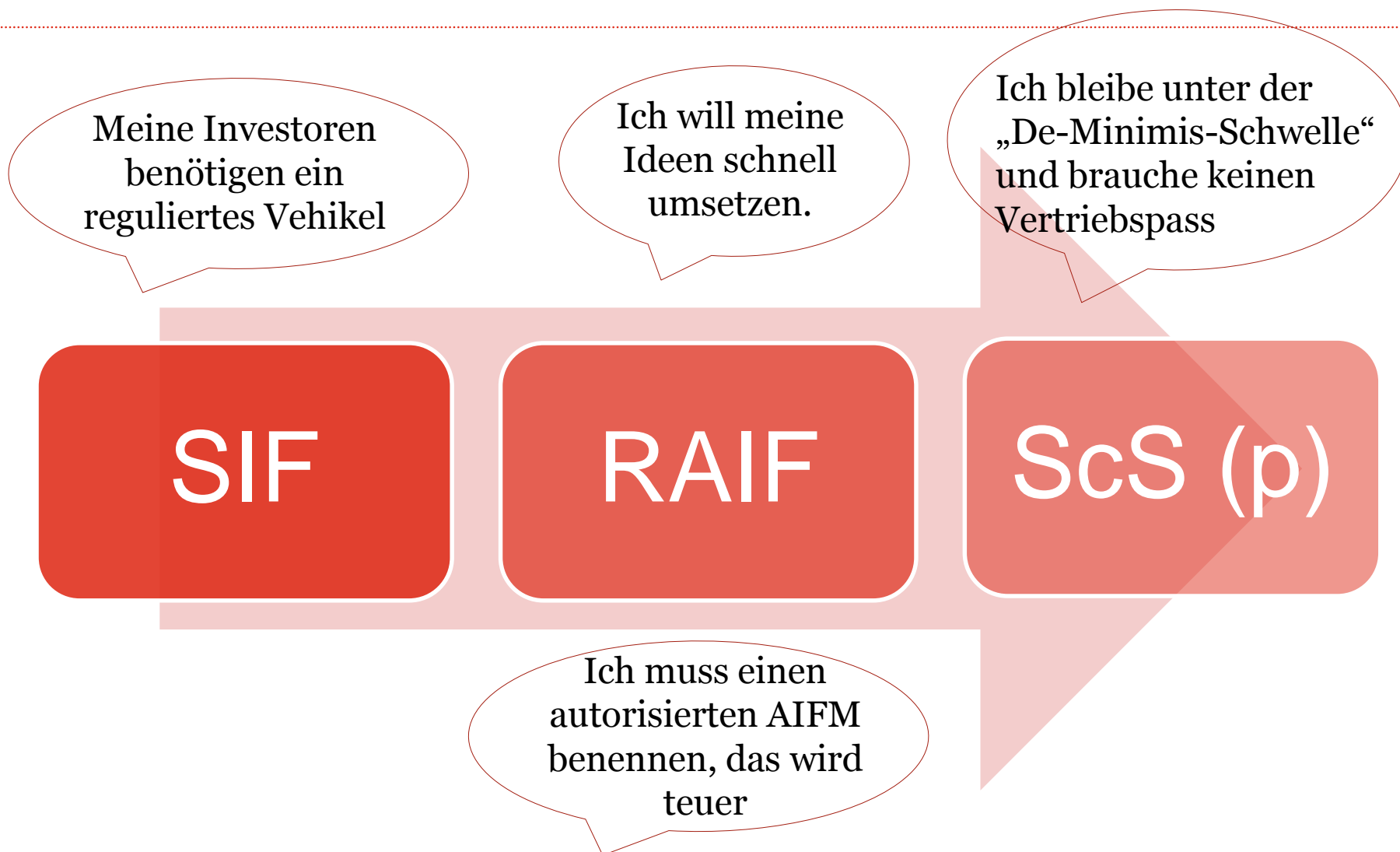
Beschränkung auf sachkundige Investoren

Wie bei SIFs, ist der Investorenkreis beschränkt auf sachkundige Investoren d. h. (i) institutionelle Investoren, (ii) professionelle Investoren, und (iii) Investoren, die ihre Sachkunde bestätigen und entweder >125,000 € investieren oder deren Sachkunde von einer Bank/ VerwG bestätigt wird

RAIFs vs SIFs: ein Vergleich

Merkmal	SIF	RAIF
Mindestkapital?	€ 1.250.000 (innerhalb von 12 Monaten)	€ 1.250.000 (innerhalb von 12 Monaten)
CSSF-Genehmigung?	Ja	Nein
Time-to-market?	4 bis 6 Monate	1 bis 2 Wochen (Gründung des RAIF muss durch notarielle Urkunde bestätigt werden)
Rechtsform?	Gesellschaftsform/Vertragsform	Gesellschaftsform/Vertragsform
Anlagerestriktionen?	Nein (aber Gesetzentwurf bzgl. möglicher Beschränkungen)	Nein, es sei denn RAIF investiert in Risikokapital
Risikostreuung?	Ja	Ja, es sei denn, RAIF investiert in Risikokapital
Umbrellastruktur?	Ja	Ja
Verwaltung durch externen AIFM?	Nicht zwingend, Selbstverwaltung möglich	Ja, muss von einem externen, autorisierten AIFM verwaltet werden

RAIF – immer die beste Wahl?



Ihre Ansprechpartner

Ihre Ansprechpartner

PwC Luxemburg



PricewaterhouseCoopers, Société coopérative
2, rue Gerhard Mercator
L-1014 Luxembourg



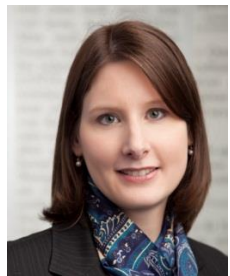
Catherine Rückel

Tel.: +352 494848 2137
Mobil: +352 621 33 2137
E-Mail: catherine.rueckel@lu.pwc.com



Dr. Oliver Schachinger

Tel.: +352 494848 2027
Mobil: +352 621 33 2027
E-Mail: schachinger.oliver@lu.pwc.com



Kerstin Boernecke

Tel.: +352 494848 5468
Mobil: +352 621 33 5468
E-Mail: kerstin.boernecke@lu.pwc.com



Günter Simon

Tel.: +352 494848 2056
Mobil: +352 621 33 2056
E-Mail: guenter.simon@lu.pwc.com



Katharina Just

Tel.: +352 494848 2246
Mobil: +352 621 33 2246
E-Mail: katharina.just@lu.pwc.com



Frank Ballmann

Tel.: +352 494848 2280
Mobil: +352 621 33 2280
E-Mail: frank.ballmann@lu.pwc.com

Ihre Ansprechpartner

PwC Deutschland



Dr. Michael A. Müller

Tel.: +49 30 2636 5572
Mobil: +49 170 7860570
E-Mail: mueller.michael@de.pwc.com



Uwe Stoschek

Tel.: +49 30 2636 5286
Mobil: +49 160 5820641
E-Mail: uwe.stoschek@de.pwc.com



Helge Dammann

Tel.: +49 30 2636 5222
Mobil: +49 151 12219501
E-Mail: helge.dammann@de.pwc.com



Sven Behrends

Tel.: +49 89 5790 5887
Mobil: +49 170 7628121
E-Mail: sven.behrends@de.pwc.com

Ihre Ansprechpartner

PwC Deutschland



Ralf de la Camp-Gruber

Tel.: +49 89 5790 6857

Mobil: +49 175 2933870

E-Mail: ralf.de.la.camp-gruber@de.pwc.com



Sascha Goller

Tel.: +49 30 2636 5333

Mobil: +49 151 15011686

E-Mail: sascha.goller@de.pwc.com



Friederike Mostler

Tel.: +49 40 6378 2424

Mobil: +49 160 58880450

E-Mail: friederike.mostler@de.pwc.com
