

# Immobilien-Investmentvermögen und operative Tätigkeit

---

## *Ausschlusskriterium?*

Dürfen Immobilien-Investmentvermögen nach dem KAGB operativ tätig sein und wenn ja, in welchem Umfang? Mit diesen Themen setzen wir uns im Folgenden auseinander und geben Auslegungshilfen und Denkanstöße für Strukturierungs-ideen für die Praxis. Insbesondere im Bereich Projektentwicklung und Betrieb von Hotels und Pflegeimmobilien sind diese Themen höchst relevant.

Im Folgenden wird zunächst ein kurzer Überblick zu den rechtlichen Grundlagen gegeben, gefolgt von einer Darstellung praxisrelevanter Fälle und endend mit einem Fazit zu obiger Fragestellung.

### **RECHTLICHE GRUNDLAGEN**

Nach dem KAGB ist ein Investmentvermögen jeder Organisations für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der **kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors** ist. Hintergrund des (von der AIFMD nicht vorgesehenen) Negativkriteriums ist der Ausschluss der Qualifikation von Unternehmen als Investmentvermögen, die nicht von der Regulierung des KAGB erfasst sein sollen wie z. B. das produzierende Gewerbe. Auf europäischer Ebene hat



die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA in deren Guidelines zu den Charakteristika eines Investmentvermögens festgestellt, dass ein Unternehmen mit einem allgemeinen kommerziellen oder industriellen Zweck kein Investmentvermögen ist. In Anlehnung an dieses Kriterium der ESMA hat die BaFin in ihrem Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“ ausgeführt, dass u. a. insbesondere solche Unternehmen als operativ tätig anzusehen seien, die Immobilien entwickeln, errichten oder betreiben (z. B. ein Hotel oder eine Pflegeeinrichtung). Die Projektentwicklung umfasst nach Meinung der BaFin Konzeption, Ankauf, Entwicklung der Immobilie und anschließenden Verkauf der selbst entwickelten Immobilie. Ferner seien „*Facility Management*“, Makler- und Bewertungstätigkeiten oder Finanzierungsberatung im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf einer Immobilie als operative Tätigkeiten anzusehen. Hiervon (einschließlich Projektentwicklung) zu differenzieren sei der Fall, dass eine KVG im Rahmen ihrer Verwaltungstätigkeit derartige Tätigkeiten z. B. für einen offenen Immobilienfonds erbringe; in diesem Fall werde der offene Immobilienfonds schon deshalb nicht zum operativ tätigen Unternehmen, weil nicht der offene Immobilienfonds, sondern die KVG die operativen Tätigkeiten erbringe. Dagegen würden der Erwerb, die Vermietung, die Verpachtung, die Verwaltung sowie der Verkauf von Immobilien keine operativen Tätigkeiten darstellen. Dies hat wohl den Hintergrund, dass die BaFin dies als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung sieht, die Hauptaufgabe der KVG ist. Nach dem KAGB umfasst die kollektive Vermögensverwaltung die Portfolioverwaltung, das Risikomanagement, administrative Tätigkeiten, den Vertrieb von eigenen Investmentanteilen sowie bei AIF-Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF. Gerade das letzte Kriterium ist sehr weit gefasst. Unter „Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF“ fallen ohne weiteres auch Tätigkeiten zur Bewirtschaftung derselben. Das oben erwähnte Auslegungsschreiben der BaFin ist bei der Auslegung des Begriffs „kein operativ tätiges Unternehmen“ insofern weiterhin nicht stimmig, als es zum einen u. a. die Projektentwicklung als für einen AIF schädliche operative Tätigkeit darstellt, zum anderen diese aber für ein Immobilien-

Sondervermögen als investmentrechtlich zulässig erachtet. Dabei kann es nicht darauf ankommen (wie die BaFin aber schreibt), ob die entsprechende Tätigkeit vom AIF selbst oder von der KVG für Rechnung des AIF erbracht wird, denn sonst könnten jegliche für einen AIF investmentrechtlich unzulässigen Tätigkeiten von der KVG (soweit für diese zulässig) für Rechnung des AIF ausgeführt werden. Abgesehen hiervon kann ein Sondervermögen mangels Rechtspersönlichkeit nie selbst handeln, d. h. bei einem Sondervermögen muss stets die KVG für Rechnung des Sondervermögens tätig werden. Nur das Rechtskonstrukt alleine kann keinen sachlichen Grund für die beschriebene, von der BaFin vorgesehene Ungleichbehandlung darstellen. Schließlich dürfen laut KAGB für Immobilien-Sondervermögen unbebaute Grundstücke, die für eine **alsbaldige eigene** Bebauung bestimmt und geeignet sind, erworben werden (bei Publikums-Immobilien-Sondervermögen bis zu 20% des Wertes des Sondervermögens zuzüglich aufgenommener Darlehen, die Grenze ist bei Spezial-Sondervermögen in der Regel abbedungen). Der Begriff der zulässigerweise zu erwerbenden Immobilien durch geschlossene Fonds ist noch weiter. Wenn also nach dem KAGB derartige Grundstücke erworben werden dürfen, die eine eigene Projektentwicklung implizieren, dann kann dies nicht gleichzeitig ein Ausschlusskriterium zur Qualifikation als Investmentvermögen sein und muss überdies eine für ein Investmentvermögen investmentrechtlich zulässige Tätigkeit darstellen. Das KAGB ist insoweit an diesem Punkt widersprüchlich. Einerseits enthält die Definition von Investmentvermögen das Ausschlusskriterium „keine operative Tätigkeit“, und die BaFin versteht darunter u. a. Projektentwicklungen, andererseits sind an anderer Stelle im Gesetz AIF Projektentwicklungen prinzipiell gestattet.

Auch der für investmentsteuerliche Zwecke geltende Begriff der „aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung der Vermögensgegenstände“, die zur steuerlichen Qualifikation als Investmentfonds ausgeschlossen sein muss (mit Ausnahme von Immobilien-Gesellschaften, die diese für investmentsteuerliche Zwecke ausüben dürfen), hilft bei der investmentrechtlichen Auslegung nicht weiter, da sich allein schon der Wortlaut vom investmentrechtlich verwendeten unterscheidet und bei der steuerlichen Auslegung auf rein

steuerliche Grundsätze abgestellt wird. Das Steuerrecht verfolgt insbesondere fiskalische Interessen, was zu einer engen Auslegung des Begriffs der Vermögensverwaltung im Vergleich zur gewerblichen Tätigkeit führt; dagegen sollen im Aufsichtsrecht Umgehungen der Regulierung verhindert werden, was zu einer eher weiten Auslegung des Begriffs Investmentvermögen führt. Allerdings ist wiederum die aktive unternehmerische Bewirtschaftung deutlich enger auszulegen als die gewerbliche Tätigkeit im Vergleich zur Vermögensverwaltung.

Nach alledem bleibt festzuhalten, dass das Negativkriterium „kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors“ als Ausschlusskriterium für die Qualifizierung als Investmentvermögen eng auszulegen ist, da es dazu führt, dass ein Vehikel/Produkt **nicht** unter die Regulierung des KAGB fällt, aber mit dem KAGB möglichst umfassend alle Vehikel/Produkte u. a. des grauen Kapitalmarkts einschließlich der geschlossenen Fonds erfasst werden sollen. Werden alle anderen Kriterien zur Qualifikation als Investmentvermögen erfüllt, ist sicher nicht Zielsetzung des Gesetzgebers, ein solches Vehikel/Produkt wegen auch erbrachter operativer Tätigkeiten außerhalb des Finanzsektors von der Regulierung des KAGB auszuschließen. Den Stellungnahmen von ESMA und BaFin ist vielmehr zu entnehmen, dass das Ausschlusskriterium „keine operative Tätigkeit“ und seine Anwendung durch die Aufsichtsbehörden als eine Erleichterung für die Rechtsanwender zu sehen ist. Klar nicht vermögensverwaltende Einheiten sollen von der Regulierung ausgenommen werden. Es ist offenkundig nicht die Intention der Aufsichtsbehörden, Investmentvermögen, die auch Tätigkeiten ausüben, die als operativ angesehen werden könnten (wie etwa Projektentwicklungen), gegen ihren Willen von der Regulierung auszuschließen. Nach alledem sind auf der Grundlage der europäischen und deutschen Gesetzesbestände und der richtig verstandenen Auslegungshilfen und Stellungnahmen der Aufsichtsbehörden Investmentvermögen auch operative Tätigkeiten grundsätzlich erlaubt.

Fraglich ist, in welchem Maße derartige Tätigkeiten investmentrechtlich zulässig sind. Für den Fall eines operativen Unternehmens stellt die BaFin fest, dass es unschädlich sei (und damit nicht zur Qualifikation als Investmentvermögen

und einer Regulierung nach dem KAGB führt), wenn zusätzlich zu der operativen Tätigkeit noch Investitionen zu Anlagezwecken getätigt werden (z. B. Anlagen in Finanzinstrumente), solange diese lediglich untergeordnete Neben- oder Hilfstätigkeiten darstellen. Eine entsprechende Aussage für den umgekehrten Fall hat die BaFin nicht getroffen; dies ist unseres Erachtens auch nicht erforderlich, da man trotz operativer Tätigkeit der Regulierung unterliegen kann und darf.

Wie oben dargestellt, ist das Gesetz und dem folgend die Stellungnahmen der Aufsichtsbehörden nicht durchgehend stringent, was den investmentrechtlich zulässigen Umfang der operativen Tätigkeiten für ein Investmentvermögen anbelangt. Als Anknüpfungspunkt eignet sich die im KAGB vorgesehene Grenze für unbebaute Grundstücke bei Publikums-Immobilien-Sondervermögen von maximal 20% des Wertes des Sondervermögens zuzüglich aufgenommener Darlehen, da bereits ausweislich des Wortlauts einer als-baldigen eigenen Bebauung Projektentwicklungen erlaubt sein müssen. Problematisch wird es bei Spezial-Immobilien-Sondervermögen, bei denen mit Zustimmung der Anleger vorgenannte Grenze nicht gilt. Hier kann sicher mit mehr Flexibilität agiert werden, dennoch sollten – auch aus (investment)steuerlichen Gründen und gegebenenfalls Bestimmungen der Anlageverordnung – diverse Absicherungen vorgenommen werden, wie z. B. die Zwischenschaltung von Immobilien-Gesellschaften, das Vorsehen von Unternehmensbeteiligungen als erwerbbarer Vermögensgegenstand und gegebenenfalls die Einholung der Zustimmung der Anleger zu derartigen Geschäften.

In Anlehnung an das Investmentsteuerrecht könnte des Weiteren die Geringfügigkeitsgrenze in Zusammenhang mit einer aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung herangezogen werden. Derzeit ist laut BMF-Schreiben vom 3. März 2015 nicht von einer aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung auszugehen bei geringfügigen Einnahmen aus Nebentätigkeiten, die nicht im Rahmen des Mietverhältnisses gegenüber dem Mieter erbracht werden; von einer Geringfügigkeit ist auszugehen, wenn die jährlichen Einnahmen 5% der jährlichen laufenden Einnahmen im Sinne des § 3 Absatz 3 Satz 3 InvStG ohne Berücksichtigung der

Gewinne aus privaten Veräußerungsgeschäften im Sinne des § 23 Absatz 1 Satz 1 Nummer 1 EStG unterschreiten. Ab 2018 sieht das InvStG selbst eine Bagatellgrenze für Einkünfte aus aktiver unternehmerischer Bewirtschaftung vor, nach der die Voraussetzungen für eine Gewerbesteuerbefreiung als erfüllt gelten, wenn der Anteil der Einnahmen aus gewerblicher Tätigkeit weniger als 5% der gesamten Einnahmen des Investmentfonds beträgt.

Um sich dieser Frage zu nähern und das obige Ergebnis zu untermauern, werden im Folgenden einige praxisrelevante Fälle dargestellt.

## PRAXISRELEVANTE FÄLLE

### Projektentwicklungen

Nach Meinung der BaFin umfasst die als operative Tätigkeit anzusehende Projektentwicklung Konzeption, Ankauf, Entwicklung der Immobilie und anschließender Verkauf der selbst entwickelten Immobilie. Allerdings würde die Erbringung derartiger Tätigkeiten für einen offenen Immobilienfonds diesen **nicht** zum operativ tätigen Unternehmen machen, weil nicht der Fonds selbst, sondern die KVG die Tätigkeiten erbringe. Als Grundgedanke ist dem zu entnehmen, dass die BaFin den Begriff „operativ tätiges Unternehmen“, wie oben bereits erwähnt, eng auslegt, da Ergebnis der Anwendung des Ausschlusskriteriums nicht sein soll, ansonsten der Regulierung unterliegende Investmentvermögen wegen der Durchführung von operativen Tätigkeiten wie der Projektentwicklung gegen ihren Willen von der Regulierung auszuschließen. Diese müssen vielmehr trotz Erfüllung des Merkmals „operativ tätiges Unternehmen“ als Investmentvermögen qualifizieren dürfen, wenn offenkundig alle weiteren Merkmale eines Investmentvermögens wie bei einem Immobilienfonds erfüllt sind. Diese Auslegung muss für offene und geschlossene Fonds gleichermaßen gelten.

Relevant für die Praxis der regulierten Fonds ist daher zu versuchen, operative Tätigkeiten nach der Definition der BaFin von vornherein zu vermeiden. Dies kann beispielsweise bei Projektentwicklungen dadurch geschehen, dass nicht direkt nach Abschluss der Projektentwicklung deren Veräußerung geplant ist, sondern die Entscheidung zur Veräußerung auf Grundlage der jeweiligen Marktsituation und des bei Veräußerung zu realisierenden Gewinns getroffen wird. Entsprechende investmentrechtliche Haltefristen statuiert im Übrigen weder

das KAGB noch die BaFin in offiziellen Schreiben, und zwar weder für Immobilien-Investmentvermögen noch andere Arten von Investmentvermögen (z. B. Wertpapier-Investmentvermögen, bei denen Haltefristen von vornherein nicht thematisiert werden). Die in Zusammenhang mit der aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung im Investmentsteuerrecht vom BMF genannten Fristen und Grenzen sind zwar grundsätzlich nicht ins Investmentrecht zu übernehmen, aber jedenfalls zur Vermeidung negativer steuerlicher Konsequenzen zu berücksichtigen, soweit die Immobilien nicht durch (steuerlich abschirmende) Immobilien-Gesellschaften gehalten werden. Gegen Haltefristen spricht bei offenen Immobilien-Sondervermögen auch der Grundsatz der regelmäßigen Rückgabemöglichkeit von Anteilen durch Anleger, was eine entsprechende Liquidität erfordert. Durch schnellere Verkäufe sind liquide Mittel häufiger vorhanden; somit ist das Liquiditätsmanagement besser zu steuern, und das Risiko einer Aussetzung der Anteilscheinrücknahme mit eventueller Abwicklung des Immobilien-Sondervermögens verringert sich.

Sollte z. B. eine GmbH & Co.KG lediglich eine Projektentwicklung vornehmen, lässt sich nicht mit Bestimmtheit sagen, ob die Grenze in die Regulierung bzw. aus der Regulierung heraus überschritten ist. Ein entscheidender Aspekt ist hier sicher die Gestaltung im Einzelfall.

Auch bei der Durchführung wertsteigernder Maßnahmen (z. B. durch Umbauarbeiten bis hin zur Revitalisierung) bei (für Rechnung) von Immobilienfonds gehaltenen Immobilien liegt in der Regel keine die Qualifikation des Fonds als Investmentvermögen ausschließende operative Tätigkeit vor. Zum einen sieht das KAGB vor, dass für Immobilien-Sondervermögen (auch) unbebaute Grundstücke, die für eine alsbaldige eigene Bebauung bestimmt und geeignet sind, und Grundstücke im Zustand der Bebauung erworben werden dürfen, wenn mit einem Abschluss der Bebauung in angemessener Zeit zu rechnen ist (jeweils versehen mit einer 20%-Grenze bezogen auf das Bruttofondsvermögen). Wenn also Grundstücke komplett bebaut werden dürfen, was eine wertsteigernde Maßnahme bezogen auf das Grundstück darstellt, dann muss dies erst recht für wertsteigernde Maßnahmen gelten, die an einem bereits bestehenden Gebäude durchgeführt werden. Zum anderen ist dies offensichtlich nicht von der Definition der

*„Je enger die Tätigkeiten und die entsprechenden Risiken mit der Immobilie verknüpft sind, desto eher sollten sie investmentrechtlich zulässig sein.“*

BaFin zur Projektentwicklung erfasst. Im Übrigen wird auch auf europäischer Ebene bei derartigen Tätigkeiten von einem Investmentvermögen ausgegangen, was sich einer entsprechenden Aussage der ESMA zum Definitionsmerkmal „*Pooled Return*“ entnehmen lässt („*the return generated by the pooled risk arising from acquiring, holding or selling investment assets – including the activities to optimise or increase the value of these assets – ...*“).

Die getroffenen Aussagen gelten auch im Falle einer Veräußerung der Immobilie nach Abschluss der Durchführung wertsteigernder Maßnahmen, da auch hier jedenfalls investmentrechtliche Haltefristen nicht vorgesehen sind. Die investmentsteuerrechtlich relevanten Haltefristen von drei bzw. fünf Jahren können wiederum unberücksichtigt bleiben, wenn die betroffene Immobilie durch eine Immobilien-Gesellschaft gehalten wird (siehe hierzu den Beitrag „*Steuerlicher Infektionsschutz für Investmentfonds über Auslagerung von schädlichen Aktivitäten – Immobilien-Gesellschaften als Rettungsanker der Steuertransparenz*“). Hilfreich ist dennoch, wenn eine Veräußerung nicht direkt nach dem Abschluss wertsteigernder Maßnahmen geplant, sondern eher eine langfristige Haltedauer beabsichtigt ist.

#### **Betreiberimmobilien**

Bei den typischen Betreiberimmobilien handelt es sich um Hotels, Krankenhäuser, Pflegeheime, Parkhäuser, Business Center und ähnliches.

Würden derartige Immobilien im klassischen Sinne selbst betrieben, ist sicher vom Vorliegen einer operativen Tätigkeit auszugehen, was gegebenenfalls den Umfang einer für ein Immobilien-Investmentvermögen zulässigen operativen Tätigkeit überschreiten würde. Daher sollten solche Investments möglichst so strukturiert werden, dass von vornherein keine operative Tätigkeit vorliegt. Dies kann beispielsweise erreicht werden, indem das eigentliche Betreiben der Immo-

bilie einer Betreibergesellschaft vertraglich übertragen wird, die nicht vom oder für Rechnung des Immobilien-Investmentvermögens gehalten wird. In diesem Zusammenhang erwähnt die BaFin in ihrem o. g. Auslegungsschreiben, dass auch Unternehmen, die sich im Rahmen ihrer operativen Tätigkeit fremder Dienstleister oder gruppeninterner Gesellschaften bedienen, als operativ anzusehen sind, solange die unternehmerischen Entscheidungen im laufenden Geschäftsbetrieb durch die ausdrückliche Vereinbarung von Gestaltungs-, Lenkungs- und Weisungsrechten bei dem Unternehmen selbst verbleiben. Um also nicht als operativ tätig im Sinne der Ausführungen der BaFin zu gelten, müsste das Immobilien-Investmentvermögen der Betreibergesellschaft sämtliche Gestaltungs-, Lenkungs- und Weisungsrechte betreffend das Betreiben der Immobilie übertragen. Der Vertragsgestaltung kommt hier also eine außerordentliche Bedeutung zu. Denkbar sind Gestaltungen, bei denen die Anleger dennoch an der Performance der Betreibergesellschaft partizipieren, sei es über vertragliche Regelungen oder gegebenenfalls eine Beteiligung an der Betreibergesellschaft selbst außerhalb des Investmentvermögens.

Alternativ könnte ein Investment in eine Betreiberimmobilie, welches über eine Gesellschaft getätigt wird, (mit Ausnahme für Publikums-Immobilien-Sondervermögen) entweder als Immobilien-Gesellschaft im Sinne von § 1 Abs. 19 Nr. 22 KAGB oder aber auch als Unternehmensbeteiligung investmentrechtlich qualifiziert werden; da dies investmentrechtlich erwerbbare Vermögensgegenstände sind, kann dies nicht gleichzeitig zum Ausschluss als Investmentvermögen nach dem KAGB führen. Allerdings müssten diese Vermögensgegenstände entsprechend der Anlagebedingungen und gegebenenfalls auch dem Gesellschaftsvertrag des Investmentvermögens als erwerbbarer Vermögensgegenstand vorgesehen und vom Geschäftszweck der KVG gedeckt sein. Eine Zuordnung zur Immobilienquote der Anlageverordnung ist in solchen Fällen im Einzelfall zu prüfen und jedenfalls nicht von vornherein ausgeschlossen.

Sollten im Zusammenhang mit dem Erwerb von Immobilien beispielweise Anteile an einer Parkhausgesellschaft (wie häufig in Finnland) oder Anteile an einer Gesellschaft, die Dienstleistungen in Zusammenhang mit Immobilien eines Business Parks erbringt, z. B. Instandhaltung, Sicherheitsdienste,

Gärtnerarbeiten etc., von oder für Rechnung eines Immobilien-Investmentvermögens erworben werden, dann können solche Gesellschaftsbeteiligungen auch als Bewirtschaftungsgegenstand qualifiziert werden und würden somit wiederum nicht die Qualifikation als Investmentvermögen gefährden. Allerdings handelt es sich in der Regel bei derartigen Beteiligungen um im Vergleich zur Immobilie geringwertige Vermögensgegenstände.

Neben den vorgenannten Kriterien zur Beantwortung der Frage, inwieweit eine operative Tätigkeit als solche zu qualifizieren und investmentrechtlich für ein Immobilien-Investmentvermögen auch zulässig ist, könnte man zusätzlich die mit der konkreten Tätigkeit verbundenen Risiken heranziehen. Je enger die Tätigkeiten und die entsprechenden Risiken mit der Immobilie verknüpft sind, desto eher sollten sie investmentrechtlich zulässig sein.

Bei den typischen Betreiberimmobilien leiten sich beispielsweise die Risiken zum Teil eher aus dem Geschäftsbetrieb als aus der Immobilie selbst bzw. dem Immobilienmarkt ab. Auch der BaFin ist ein solcher Grundsatz nicht fremd, da sie beispielsweise beim Thema reiner Umsatzmieten diese für problematisch hält, da das Immobilien-Sondervermögen damit ein Unternehmerrisiko eines Dritten, nämlich des Mieters, trägt. Allerdings halten wir diesen grundsätzlich sinnvollen Ansatz in der konkreten Situation für fehlerhaft angewendet, da es hier von vornherein nicht um eine operative Tätigkeit, sondern um eine reine Vermietungstätigkeit geht, auch wenn die Höhe der Miete vom Unternehmensumsatz abhängt. Das KAGB fordert gerade nicht bei jeder Art von Tätigkeit für ein Immobilien-Sondervermögen (und erst recht nicht für andersartige Investmentvermögen wie z. B. Wertpapier- und insbesondere Aktienfonds) eine dauernde Ertragserwartung, und selbst wenn es solche Anforderungen z. B. an Immobilien-Gesellschaften im Sinne der §§ 234 ff. KAGB gibt, können diese auch durch reine Umsatzmieten erfüllt werden, da es auf die Ertragserwartung (die realistisch sein muss) und nicht den tatsächlichen Ertrag ankommt.

## FAZIT

Die obigen Ausführungen zeigen, wie schwierig die Beurteilung des Vorliegens einer operativen Tätigkeit in Zusammenhang mit Immobilieninvestments, deren Auswirkung auf die Qualifikation als Investmentvermögen und schließlich ihre investmentrechtliche Zulässigkeit ist.

Unseres Erachtens darf sich der Regulierung des KAGB jedenfalls auch unterwerfen, wer operative Tätigkeiten außerhalb des Finanzsektors erbringt, wenn die weiteren Kriterien für das Vorliegen eines Investmentvermögens erfüllt sind, in diesem Sinne die operative Tätigkeit also nicht als absolutes Ausschlusskriterium zu sehen ist. Inwieweit das Investmentvermögen dann gegebenenfalls der Immobilienquote der Anlageverordnung zugerechnet und steueroptimiert gestaltet werden kann, bleibt entsprechenden Strukturierungen vorbehalten. In der Regel sollte daher jeder Einzelfall geprüft und entsprechend der konkreten Zielsetzung gestaltet werden; dabei besteht bei Spezial-Investmentvermögen sicher ein gegenüber Publikums-Investmentvermögen größerer und flexiblerer Gestaltungsspielraum.



**Alexandra Weis**

Frankfurt am Main  
aweis@kslaw.com



**Dr. Andreas Böhme**

Frankfurt am Main  
aboehme@kslaw.com