

1. August 2021  
72. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi  
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

# IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER  
SONDERDRUCK

# INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT IMMOBILIEN- SPEZIALFONDS

CLUB DEALS INNERHALB VON (MASTER-)DACHFONDS BEI  
REGIONALBANKEN VOR UND NACH DEM FONDSSTANDORTGESETZ  
VON TOBIAS MORONI UND GABRIELE LANGE

# 2021



## INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT – IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS

## CLUB DEALS INNERHALB VON (MASTER-)DACHFONDS BEI REGIONALBANKEN VOR UND NACH DEM FONDSSTANDORTGESETZ

Das am 2. August 2021 in Kraft getretene Fondsstandortgesetz hat zum Ziel, den Fondsstandort Deutschland im Wettbewerb zu anderen Jurisdiktionen zu stärken. Aus der Immobilienwirtschaft war das Echo aber eher verhalten. Kritisiert wurde vor allem der zusätzliche Bürokratieaufwand. Nichtsdestotrotz bringt das Gesetz auch einige Chancen mit sich. So schafft es beispielsweise die Möglichkeit zur Auflage neuer Fondsvehikel wie das geschlossene Sondervermögen. Welches Potenzial dieses für Regionalbanken im Kontext ihrer Immobilienanlage bietet, untersucht der vorliegende Beitrag. Red.

Zwei zunehmende Trends der größeren institutionellen Immobilienfonds-Kapitalanlage kollidieren mitunter in der Gestaltungspraxis: Anleger, deren indirekte Immobilienanlage stark an Umfang gewonnen haben, bündeln zum einen immer häufiger ihre Immobilienfondsbeteiligungen aus Effizienzgründen in Dachfonds. Regionalbanken sind hierbei nicht die Ausnahme, sondern Vorreiter, da Sparkassen sowie Volks- und Raiffeisenbanken ohnehin schon seit jeher ihre gesamte indirekte Kapitalanlage bündeln.

Masterfonds oder (Master-)Dachfonds nennt man diese Bündelungsvehikel untechnisch. Genau genommen handelt es sich bei ihnen um Wertpapierfonds, und genau deswegen kommt es zum Konflikt mit dem anderen zunehmend an Relevanz gewinnenden Trend: Anleger wie zum Beispiel Regionalbanken verwirklichen ihre Immo-

bilienstrategie nicht mehr nur mit Beteiligungen an Mehranlegerfonds, sondern investieren zusätzlich beziehungsweise ergänzend in einem kleineren Co-Investoren-Netzwerk gezielt in Einzelinvestment-Opportunitäten.

Die Rede ist dann von Club Deals oder auch Club Fonds, und zwar in dieser Konstellation solche, die nicht risikogemischt sind (Club Fonds). Zum Schutz vor Liquiditätsrisiken dürfen sie nur in der Form des geschlossenen Spezial-AIF aufgelegt werden. Bis vor kurzem war im Immobilienbereich hierfür nur die Spezial-Investment-Kommanditgesellschaft (geschlossene Spezial-InvKG) vorgesehen. Als geschlossener Fonds in Gesellschaftsform findet sie weniger gut Eingang in den (Master-)Dachfonds.

Der Beitrag untersucht, welche taktischen Optionen sich in der Strukturierungspraxis – einschließlich des durch das Fondsstandortgesetz (FoStoG) am 2. August 2021 eingeführten geschlossenen Sondervermögen – zur Realisierung von Club-Deals in (Master-)Dachfondsstrukturen erwägen lassen.

Weiterverpfändung gestattet hat. In den vergangenen Jahren ist ein kontinuierlicher Einlagenüberhang zu beobachten gewesen. Dies hat Auswirkungen auf Größe und Zusammensetzung vom Depot A der Regionalbanken. Das Depot A besteht grundsätzlich aus den Posten Kreditforderungen an Kreditinstitute, Schuldverschreibungen sowie Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere (nachfolgend nur kurz „Aktien“).

Die beiden letztgenannten Posten Schuldverschreibungen und Aktien bilden den Eigenwertpapierbestand. Von besonderem Interesse ist hierbei wiederum der Posten Aktien, weil darunter auch (anteilig Immobilien-)Spezialfonds fallen. Bei den Sparkassen ist zu beobachten, dass sich die absolute Größe der Depots A zwar wenig verändert hat, dafür die Zusammensetzung umso mehr (siehe Abbildung 1). Der Anteil an Schuldverschreibungen ist über die Jahre recht konstant geblieben, was mit dessen primärer Verwendung zur Banken-Liquiditätssteuerung (LCR – Liquidity Cover Ratio) zu begründen ist. Hingegen ist der Anteil in den Depots A von Forderungen an Kreditinstitute stark gesunken und in etwa in diesem Verhältnis ist der Anteil an Aktien gestiegen.

Etwas anders stellt sich dies bei den genossenschaftlichen Banken dar (siehe Abbildung 2). Dort haben die Größen der Depots A insgesamt zugenommen, wobei auch hier der Anteil an Aktien in Relation am stärksten zugelegt hat. In Summe sind bei den Sparkassen von 2012 bis 2020 in den Depots A die Aktien um rund 50 Prozent von rund 63 auf etwa 95 Milliarden Euro gestiegen, korrespondierend dazu bei den Volksbanken und Raiffeisenbanken ebenfalls um knapp 50 Prozent von 43 auf 64 Milliarden Euro.

Bei einer auf den Wertpapiereigenbestand (also Depot A abzüglich Posten Forderungen an Kreditinstitute) geschätzten Immobilienquote von 5 Prozent würden jeweils in etwa die Sparkassen 14,5 Milliarden Euro sowie die Volksbanken und Raiffeisenbanken 11,5 Milliarden Euro an Immobilien-Spezialfonds halten. Zusammenge-rechnet ergeben die 26 Milliarden Euro in Bezug auf sämtliche offene Immobilien-

DER AUTOR

### TOBIAS MORONI

Managing Director,  
Institutional Investment  
Partners GmbH,  
Frankfurt am Main



Foto: 2lp



DIE AUTORIN

### DR. GABRIELE LANGE

Director, Head of Tax,  
Institutional Investment  
Partners GmbH,  
Frankfurt am Main



Foto: 2lp



Spezialfonds gemäß BVI Verwahrstellenstatistik zum 31. Dezember 2020 mit einem Umfang von rund 142,5 Milliarden Euro einen Marktanteil von rund 18,25 Prozent. Die am 3. März 2021 veröffentlichte Breitenbefragung von 125 Sparkassen sowie Volksbanken und Raiffeisenbanken seitens des Research Center for Financial Services der Steinbeis-Hochschule belegt zudem, dass die Bedeutung des Depots A für den Unternehmenserfolg weiter zunimmt und 74 Prozent der teilnehmenden Regionalbanken die Anlageklasse Immobilien als (sehr) attraktiv angeben.

### Der Club Fonds als Präzisionsinstrument

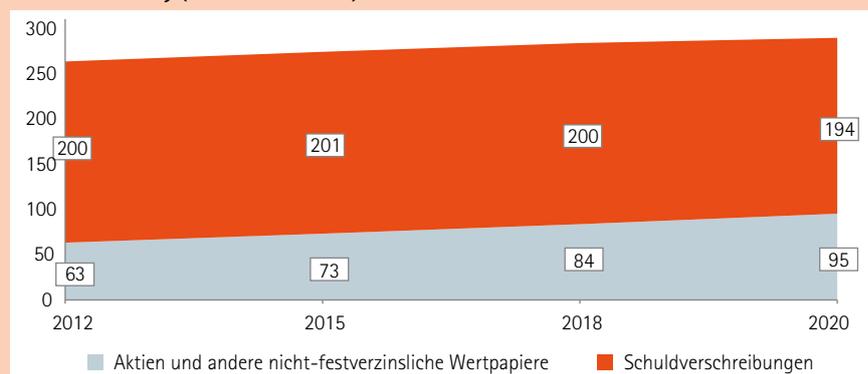
Die Konstellation, dass ein (Master-)Dachfonds Beteiligungen an Fonds bündeln soll, taucht in der Administrationspraxis erst in den vergangenen Jahren verstärkt auf. Bei den meisten von der Bündelung umfassten Immobilienfondsbeteiligungen herrschen noch Sondervermögen vor. Das liegt daran, dass sie sich aufgrund der Möglichkeit vorzeitiger Anteilsrückgabe und Risikomischung sehr gut für den breitgefächerten Vertrieb als sogenannter Mehranlegerfonds eignen.

Solche risikogemischten Sondervermögen sind dauerhaft aus mindestens vier Immobilien zusammengesetzt. Es handelt sich hierbei in der Regel um klassische Mehranlegerfonds, wobei auch vereinzelt solche risikogemischten Fonds auch als Club Fonds initiiert wurden. Als Bestandteil der zu vergütenden Leistung übertragen Anleger die Auswahl einzelner strategiekonformer Immobilien auf den Asset Manager.

Und auf der anderen Seite hat sich die Ausdifferenzierung und Fokussierung von Immobilienstrategien auch direkt in den Kapitalanlagen abgespielt. Der Immobilienbereich hat zunehmend den Weg in die Mitte der institutionellen Kapitalanlage gefunden und sich einhergehend damit professionalisiert. In der Folge organisieren größere institutionelle Immobilienanleger, und hierzu zählen zunehmend die Regionalbanken, mittlerweile durchaus den Auswahlprozess bezüglich einzelner Immobilieninvestments in einem gewissen Eigenverantwortungsbereich.

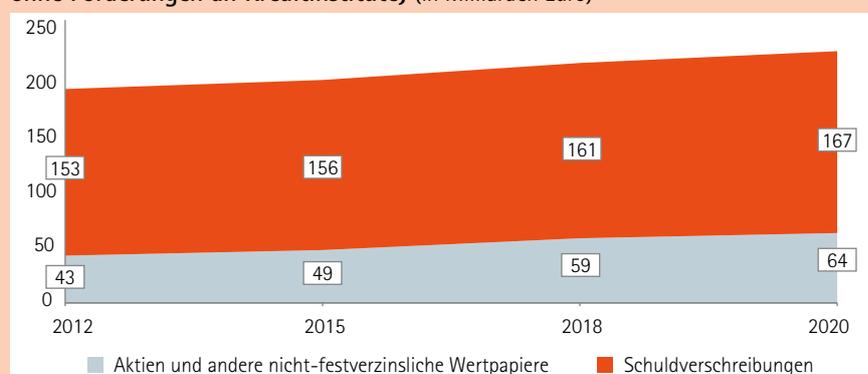
Häufiger als früher bedienen sie sich des Präzisionsinstruments des Club Fonds, setzen dadurch gezielte Schwerpunkte ihrer sektoralen, regionalen und risikoklassenabhängigen Immobilienstrategie. Das eröffnet auch weitere Möglichkeiten. Ein früher und intensiver Einstieg in die Vorprüfung des Business Cases des Immobilienmanagers ist

**Abbildung 1: Wertpapiereigenanlagen Sparkassen (Depot A ohne Forderungen an Kreditinstitute) (in Milliarden Euro)**



Quelle: GAC Gesellschaft für Analyse und Consulting GmbH

**Abbildung 2: Wertpapiereigenanlagen Volks- und Raiffeisenbanken (Depot A ohne Forderungen an Kreditinstitute) (in Milliarden Euro)**



Quelle: GAC Gesellschaft für Analyse und Consulting GmbH

möglich. Bei einer Ausgestaltung als Single-Asset-Investment ergibt sich zudem der Vorteil, dass in solchen Club-Fonds ein effektiver, vollständiger Kapitalabruf erfolgen kann. Denn es müssen im Verhältnis zur eigenen Kapitalverpflichtung nicht erst eine Vielzahl von Immobilien gesucht und angebunden werden, weil in der Regel nur eine einzelne Immobilie bereits das vollständig gezeichnete Kapital in Anspruch nimmt.

### Herausforderungen in der Gestaltungspraxis

Sofern ein nicht risikogemischter inländischer Club Fonds initiiert und aufgelegt werden soll, mussten sich bis vor kurzem alle Beteiligten mit der geschlossenen Spezial-InvKG als einzigem für Immobilien praktikabel zur Verfügung stehenden geschlossenen Spezial-AIF zufriedengeben. Soll dieser Club Fonds dann innerhalb des (Master-)Dachfonds realisiert werden, handelt es sich bei diesem im Fall der Regionalbanken in der Regel um einen offenen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB, der investimentsteuerrechtlich als Investmentfonds nach § 26 InvStG ausgestaltet ist.

Beide Vorschriften unterliegen einem restriktiven abschließenden Katalog an erwerbzbaren Vermögensgegenständen. Anteile an geschlossenen Spezial-AIF zählen aber gerade hierzu nicht, worin also das Erwerbbarkeitsproblem vieler (Master-)Dachfonds von Club Fonds begründet ist. Möglich ist es zwar, dass Anteile an der geschlossenen Spezial-InvKG als Unternehmensbeteiligung qualifiziert werden; erlaubt ist das aber lediglich bis zu 20 Prozent des Fondswerts (NAV). Soll der Dachfonds aber auch Beteiligungen an ausländischen Immobilienfonds erwerben und halten, sind 20 Prozent des Fonds-NAV schnell erreicht, da EU-Fonds oder andere ausländische Fonds in Form von Personengesellschaften durchaus verbreitet sind. Auch ein Erwerb als Immobilien-gesellschaft ist nicht immer möglich.

Aus diesem Grund wählen berufsständische Versorgungswerke, Pensionskassen, kommunale oder kirchliche Zusatzversorgungskassen häufig einen (Master-)Dachfonds gemäß § 282 KAGB. Dieser unterliegt mit Ausnahme des Grundsatzes der Risikomischung keinen spezifischen Anlagebeschränkungen und darf deswegen Anteile an geschlossenen Spezial-InvKG erwerben.



Damit er nicht den steuerlichen Anlagebeschränkungen eines Spezial-Investmentfonds unterliegt, wird er steuerlich nicht als Spezial-Investmentfonds (sogenannte Kapitel-III-Fonds) sondern als Investmentfonds (sogenannte Kapitel-II-Fonds) ausgestaltet.

### S 282 KAGB ist keine Option

Soweit an solchen Fonds steuerbegünstigte Anleger beteiligt sind, gelten spezielle Befreiungsvorschriften beziehungsweise Erstattungs-vorschriften, sodass diese Anleger mit einem (Master-)Dachfonds investieren können, der weder aufsichtsrechtlichen noch steuerrechtlichen Anlagebeschränkungen unterliegt und dessen Erträge weder auf Ebene des Fonds noch auf Ebene des Anlegers selbst einer Besteuerung unterliegen. Sparkassen sowie Volksbanken und Raiffeisenbanken als steuerpflichtige Investoren können hingegen nicht von diesen Befreiungs- beziehungsweise Erstattungs-vorschriften profitieren, sodass die inländischen Immobilienerträge einer nachteiligen Doppelbelastung unterliegen, die sich aus einer Besteuerung der Erträge auf Ebene des Fonds sowie einer teilweisen Besteuerung der Ausschüttungen des Fonds auf Ebene des Anlegers ergibt.

Aus diesem Grund kommt für Regionalbanken ein (Master-)Dachfonds gemäß § 282 KAGB, der steuerlich als Investmentfonds ausgestaltet ist, nicht in Frage. So verbleibt es also bei der Ausgangsstellung und Frage, wie Sparkassen sowie Volksbanken und Raiffeisenbanken Beteiligungen an Club Deals in ihre (Master-)Dachfonds gemäß § 284 KAGB und § 26 InvStG sinnvoll einsteuern können.

(1) InvKG als Immobilien-Gesellschaft? Gestützt auf eine explizite Verwaltungspraxis der BaFin kann man die Beteiligung an der geschlossenen Spezial-InvKG aufsichtsrechtlich changieren. Das bedeutet konkret, dass man die geschlossene Spezial-InvKG, die eigentlich ein Fonds zur kollektiven Vermögensverwaltung ist, für reine Strukturierungszwecke zugleich als Immobiliengesellschaft behandelt. Immobiliengesellschaften sind ein Vermögensgegenstand, den Fonds nach § 284 KAGB erwerben dürfen. Dabei handelt sich aber um eine Maßnahme, die individuellen Anforderungen unterworfen ist. Der Gesellschaftsvertrag muss angepasst werden, gegebenenfalls das Fondsvertragswerk des (Master-)Dachfonds ebenfalls und die Master-KVG muss für die Assetklasse Immobilie zugelassen sein. Bereits aufgrund dieser strukturellen und für den Vertrieb komplexen Anforderungen dürfte das eine

oder andere Produkt gar nicht erst als Club Fonds in den Markt gelangt sein.

(2) Als Alternative zur Bündelung im (Master-)Dachfonds Beteiligung direkt auf eigener Bilanz halten? Dies ist sicherlich als Notbehelf möglich, aber gerade bei Club Fonds eine ungünstige Alternative zur Entkonsolidierung mit einem (Master-)Dachfonds. Denn Wertschwankungen auf Einzelimmobilienebene ließen sich dann nicht mit den Werten anderer Fondsbeteiligungen aussteuern, sondern würden direkt voll auf die Bilanz durchschlagen. Das Problem würde sich umso mehr verstärken, wie mittels des Club Deals eine gegensätzliche Risikostrategie zur Optimierung des Rendite-Risiko-Verhältnisses der gesamten Immobilienkapitalanlage angestrebt wird. Soll etwa mit dem Club Deal, verbunden mit höherer Renditeerwartung bei – bezogen auf die gesamte Kapitalanlage – vergleichsweise geringem Risiko opportunistisch investiert werden, fehlt umso mehr die Möglichkeit Wertschwankungen zu glätten.

(3) Auflage des Club Fonds als geschlossenes Sondervermögen? Seit das FoStoG zur Stärkung des Finanzstandorts Deutschland am 2. August dieses Jahres in weiten Teilen in Kraft getreten ist, steht als absolutes Novum Anlegern geschlossener Immobilien-Spezial-AIF das geschlossene Sondervermögen zur Verfügung. Es bedarf genauso wenig der Risikomischung wie die geschlossene Spezial-InvKG. Gleichzeitig vereint es die Merkmale, die bisher im Bereich der offenen Sondervermögen geschätzt werden. Es handelt sich um einen wertpapiermäßig verbrieften Fondsanteil, depotfähig und gut übertragbar. Damit bietet es die Eigenschaften, um einerseits einen nicht risikogemischten Fonds aufzulegen, und zum anderen die Wertpapiereigenschaft, sodass ein (Master-)Dachfonds gemäß § 284 Absatz 2 Nummer 2 Buchstabe a) KAGB Anteile an geschlossenen Sondervermögen, qualifizierend als Wertpapier, erwerben können sollte.

Das geschlossene Sondervermögen kann steuerrechtlich nur als Investmentfonds im Sinne des Kapitels II ausgestaltet werden. Damit unterliegen inländische Immobilienerträge auf Ebene des Fonds als auch als Teil der Ausschüttung auf Ebene des Anlegers der Besteuerung. Als Ausgleich für die steuerliche Vorbelastung auf Fondsebene wird den Anlegern jedoch bei der Besteuerung der Ausschüttungen eine Teilfreistellung gewährt. Diese beträgt bei Immobilienfonds mit deutschem Grundvermögen 60 Prozent für Zwecke der Körperschaftsteuer und 30 Prozent für Zwecke der Gewerbesteuer. Die Gesamtsteuerbelastung liegt da-

mit bei circa 30 Prozent (die genaue Höhe hängt vom einschlägigen Gewerbesteuerhebesatz ab).

Würden dieselben Erträge stattdessen durch eine geschlossene Spezial-InvKG, deren Anteile die Regionalbank auf der eigenen Bilanz hält, erzielt, läge die Steuerbelastung gleichfalls bei circa 30 Prozent, wenn eine erweiterte Gewerbesteuerkürzung nicht möglich ist. Würde die Beteiligung an der geschlossenen Spezial-InvKG wiederum über einen Master(Dach)-Fonds im Sinne des § 284 KAGB und § 26 InvStG gehalten, so würde die Gesamtsteuerbelastung maßgeblich davon abhängen, ob der Master(Dach)-Fonds die für Immobilienerträge mögliche Erhebungsoption ausgeübt hat oder nicht. Durch die Nichtausübung kann die Gewerbesteuer auf Anlegerebene vermieden werden, sodass die Gesamtbelastung bei 15,825 Prozent liegt, wohingegen bei Ausübung der Erhebungsoption die Gesamtsteuerlast bei circa 30 Prozent liegt.

### Zielkonforme Strategien

Dies alles zeigt, dass es für Sparkassen, Volksbanken und Raiffeisenbanken bei der Investition in Immobilien mehrere Parameter zu berücksichtigen gilt. Mit weiterer Zunahme von Umfang und Professionalisierung der Immobilienkapitalanlage erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass nicht risikogemischte Club-Deal-Investments ernsthaft in Betracht gezogen werden. Hierbei ist sicherlich auch entscheidend, welche langfristige Strategie eine Regionalbank im Hinblick auf Immobilieninvestitionen verfolgt.

Steht die vereinzelt Partizipation an einem solchen Club Deal im Vordergrund, bietet sich mit dem neuen geschlossenen Sondervermögen ein Vehikel, dessen Erwerb für einen Masterfonds oftmals eher möglich sein sollte als der Erwerb von Anteilen an einer geschlossenen Spezial-InvKG.

Ist jedoch geplant, insgesamt die Immobilienanlage auszubauen, ist es eine Überlegung wert, für die Assetklasse Immobilien einen eigenen Dachfonds aufzulegen, der dann so ausgestaltet wird, dass er einerseits in möglichst viele Immobilien-Zielfonds-Typen investieren kann (so auch in Anteile an geschlossenen Spezial-InvKG als Immobiliengesellschaften sowie Anteile an offenen und geschlossenen Sondervermögen), andererseits von einem alle Assetklassen bündelnden Master(Dach)-Fonds gehalten werden kann und gleichzeitig die Gewerbesteuerbelastung der inländischen Immobilienerträge minimiert. ■