

## NEUE FINANZIERUNGSFORMEN FÜR PROJEKTENTWICKLER

Der Einstiegszeitpunkt und die Ausgestaltung des Einstiegs von institutionellen Investoren in Projektentwicklungen haben sich in den vergangenen Jahren stark verändert. 2021 hat das Fondsstandortgesetz mit dem geschlossenen Sondervermögen eine neue Gestaltungsvariante eines geschlossenen Fonds hervorgebracht, die sich für das Zusammenspiel von Projektentwicklern und Investoren gut eignet. Dieser Beitrag beleuchtet klassische Joint-Venture-Strukturen sowie die neue Alternativstruktur geschlossenes Sondervermögen als besondere Finanzierungsformen für Projektentwickler. Red.

Seit Veröffentlichung der Grunderwerbsteuerepläne der vorherigen Bundesregierung im Juli 2019 erwerben größere Projektentwickler Grundstücke oder Entwicklungsvorhaben häufig in Projektgesellschaften (Special Purpose Vehicle, SPV), an denen sich vor Grundstückserwerb bereits ein strategischer Minderheitsgesellschafter beteiligt. So kann Grunderwerbsteuer beim Exit an den Endinvestor vermieden werden, wenn der strategische Minderheitsgesellschafter dauerhaft mit mindestens 10,1 Prozent an dem SPV beteiligt bleibt.

Rechtsform des SPV ist in der Regel entweder eine Personengesellschaft in Form einer GmbH & Co. KG oder eine Kapitalgesellschaft in Form einer GmbH. Bei der Auswahl zwischen Personen- und Kapitalgesellschaften sind rechtliche und wirtschaftliche Gesichtspunkte wie Haftung, Finanzierungsmöglichkeiten, Steuerlast, Publizitätspflichten sowie administrativer Aufwand ausschlaggebend. Bei einer Ka-

pitalgesellschaft kann die Ertragsteuerbelastung im Falle eines Share-Deal-Exits an einen Endinvestor als Liquiditätsabfluss vermieden werden.

### JV: Streitbeilegung und Beendigung von Anfang an mitdenken

Das Joint Venture (JV) zwischen Projektentwickler, strategischem Minderheitsgesellschafter und institutionellem Endinvestor – nachfolgend wird ein offenes Spezial-Sondervermögen als Endinvestor behandelt – wird durch den Abschluss eines JV-Vertrags formell vereinbart. Dieser wird zusätzlich zum obligatorischen Gesellschaftsvertrag des SPV zwischen den Parteien geschlossen. Nach Abschluss des JV-Vertrags tritt der Endinvestor auch dem SPV bei, in der Regel durch Erwerb von Anteilen des Projektentwicklers. In einigen Fällen erfolgt der Anteilserwerb dabei pro rata nach Projektfortschritt, in der Regel erwirbt der Endinvestor allerdings gleich zu Beginn 89,9 Prozent der Anteile des Projektentwicklers, damit dieser einen möglichst hohen Veräußerungserlös gleich zu Beginn realisieren kann. Das operative Unternehmen des Projektentwicklers schließt mit dem SPV einen GU-Vertrag zur Errichtung des Projekts (siehe Abbildung 1).

Im JV-Vertrag werden alle kommerziellen Aspekte des JV, die Geschäftsführung beziehungsweise das Projektmanagement, die Finanzierung des SPV sowie die Dauer des JV geregelt. Bereits vor Projektbeginn sollte auch an Streitbeilegungs- und Beendigungsmöglichkeiten des JV gedacht werden. Andernfalls kann es bei paritätisch besetzten JVs oder bei Einräumung von Vetorechten an Minderheitsgesellschafter zu Pattsituationen (Deadlocks) und somit zu unerwünschten Schwebeständen kommen.

Zudem bietet sich die gegenseitige Einräumung von Kauf- und Verkaufsoptionen an.

Die Partner haben hierbei in der Regel die Möglichkeit, das Angebot des anderen zu überbieten. Derartige Mechanismen ähneln einer internen Versteigerung der Gesellschaftsanteile und erzielen dadurch regelmäßig einen fairen Preis. Dies stellt eine gute Alternative zur Vereinbarung einer Schiedsgutachterklausel dar, welche oftmals zu teuren und langwierigen Verfahren mit ungewissem Ausgang führt. Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass in der praktischen Anwendung auch diese Klauseln mit Risiken behaftet sind. Fehlen beispielsweise dem einen Partner die finanziellen Mittel, um die Anteile des anderen zu erwerben, kann dieser womöglich zu einem Preis weit unter dem Marktwert aus dem JV herausgedrängt werden.

### Aufsichtsrechtliche Anforderungen im Detail

(1) Zulässiger Anlagegegenstand und Anlagegrenzen: § 231 Absatz 1 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) regelt die Anforderungen, ob und unter welchen Voraussetzungen eine KVG für ein offenes Immobilien-Sondervermögen Grundstücke im Zustand der Bebauung oder unbebaute Grundstücke erwerben darf. Der Erwerb unbebauter Grundstücke ist nur zulässig, wenn sie für eine „alsbaldige Bebauung“ bestimmt und „geeignet“ sind, was voraussetzt, dass eine Bebauung zu den beabsichtigten Nutzungszwecken genehmigungsfähig ist und die KVG die Absicht sowie die tatsächliche und rechtliche Möglichkeit hat, mit der Durchführung der Baumaßnahmen zu beginnen.

Der Erwerb von Grundstücken im Zustand der Bebauung ist nur zulässig, wenn eine Baugenehmigung vorliegt. Zu beachten und im Einzelfall zu prüfen ist, inwiefern ein anhängiges Verfahren gegen eine Baugenehmigung diese Voraussetzung noch erfüllt. Die vorgenannten Voraussetzungen sind auch bei der Beteiligung eines Immobilienfonds an einem SPV zu beachten.

(2) Kaufpreiszahlungsmechanismus: Das KAGB enthält keine ausdrückliche Aussage darüber, ob und unter welchen Voraussetzungen Kaufpreistraten unter dem GU-Vertrag zulässig sind. Aus § 231 Absatz 2 Nummer 4 KAGB folgt jedoch, dass die aus einem Sondervermögen zu erbringende

DER AUTOR

### ALEXANDER LEHNER

Partner, Arnecke Sibeth Dabelstein Rechtsanwälte Steuerberater Partnerschaftsgesellschaft mbB, München



DER AUTOR

### FLORIAN REIFF

Country Head Germany, Tishman Speyer, Frankfurt am Main



Gegenleistung den ermittelten Wert für den zu erwerbenden Vermögensgegenstand nicht oder nur unwesentlich übersteigen darf (sogenanntes Äquivalenzgebot).

Eine Zahlung nach Baufortschritt ist nur zulässig, wenn diese nachschüssig erfolgt. Die KVG darf immer nur den „verbauten Stein“ zahlen, den entsprechenden Wert muss der (oder die) Ankaufsbewerter bestätigen (Anmerkung: Die erste Kaufpreisrate deckt in der Regel den Grund und Boden einschließlich Wertsteigerung durch Baurechtssicherung ab). Andernfalls könnte darin auch eine für eine KVG unzulässige Finanzierung des Projektentwicklers gesehen werden. Dies gilt auch bei einer Beteiligung an einem SPV.

(3) Übergang des Anteils an dem SPV: Aus dem Äquivalenzgebot folgt im Grundsatz, dass Gelder des Sondervermögens nur Zug um Zug gegen den Übergang des Anteils an dem SPV dem betreffenden Sondervermögen entnommen werden können. Dementsprechend muss mit der ersten Kaufpreisrate auch ein wirtschaftlicher Übergang sowie die Abtretung des Anteils am SPV stattfinden.

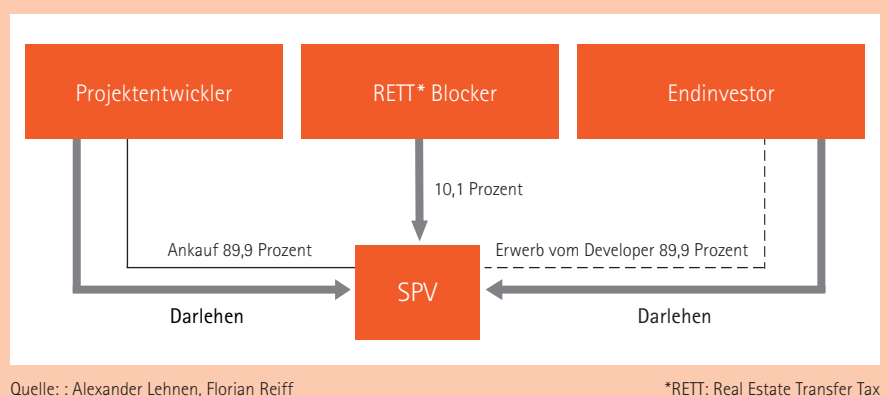
(4) Darlehensvergabe an das SPV: Ein Darlehen darf bei einem Immobilienfonds erst ab dem Zeitpunkt der Beteiligung an dem SPV als Gesellschafterdarlehen gewährt werden. Bei einem offenen Spezial-AIF ist die Darlehensgewährung auf 50 Prozent des Wertes des Grundstücks des SPV beschränkt, darüber hinaus sind die Gesellschafterdarlehen für den Fonds insgesamt auf 25 Prozent des Wertes des Fonds begrenzt.

### Große steuerliche Unterschiede

Ein GmbH-SPV unterliegt 15,83 Prozent Körperschaftsteuer (KöSt) und Solidaritätszuschlag (SolZ). Ein GmbH & Co. KG-SPV ist ertragsteuerlich transparent, das heißt, die Besteuerung mit Einkommensteuer/Körperschaftsteuer erfolgt auf Ebene des Gesellschafters. Grundsätzlich ist eine Ausgestaltung des SPV als rein vermögensverwaltendes Vehikel möglich, sodass keine Gewerbesteuer (GewSt) auf Ebene des SPV anfällt. Das offene Sondervermögen selbst ist annahmegemäß ertragsteuerlich (quasi-)transparent und unterliegt nicht der GewSt. Die Besteuerung erfolgt individuell bei den Anteilscheininhabern.

Die Veräußerung von Anteilen an GmbH-SPVs unterliegt beim Projektentwickler einer 95-prozentigen Steuerbefreiung für

Abbildung 1: Klassische Joint-Venture-Struktur



KöSt und GewSt. Bei vermögensverwaltenden GmbH & Co. KGs unterliegt die Veräußerung der Anteile 15,83 Prozent KöSt und SolZ sowie GewSt (7 bis 17 Prozent) auf Ebene des Projektentwicklers; bei der Veräußerung von Anteilen durch einen nicht-deutschen Projektentwickler kann die GewSt vermieden werden. Der Anfall von Grunderwerbsteuer wird beim Share Deal durch den strategischen Minderheitsgesellschafter vermieden, der langfristig in der Struktur verbleibt.

Als Fazit lässt sich für diese Finanzierungsform also Folgendes festhalten: Positiv ist die gewöhnliche gesellschaftsrechtliche Strukturierung des JVs, mit welcher sowohl größere Projektentwickler als auch Investmentmanager inzwischen häufig gut vertraut sind. Auch kann durch die frühzeitige Einbindung eines strategischen Minderheitsgesellschafters der Anfall von Grunderwerbsteuer beim vollständigen Übergang der Anteile des Projektentwicklers auf den institutionellen Endinvestor vermieden werden.

Durch diesen langfristigen Verbleib des strategischen Minderheitsgesellschafters wird allerdings zumindest die Vermögensbeteiligung des institutionellen Endinvestors negativ beeinträchtigt (bei der laufenden Gewinnbeteiligung können die

finanziellen Auswirkungen bis auf ein Minimum reduziert werden).

### Geschlossenes Sondervermögen – eine sehr interessante Alternative

Durch das Fondsstandortgesetz wurde im Sommer 2021 eine neue Form eines Immobilien-Sondervermögens im KAGB eingeführt. Bis dato konnte das Sondervermögen nur für offene Fonds verwendet werden, während geschlossene Immobilienfonds nur in der Rechtsform einer Investment GmbH & Co. KG zulässig waren. Mit der neuen Vertragsform war eigentlich eine Renaissance des Marktes für geschlossenen Publikumsfonds durch die Fondsmanager und Verbände beabsichtigt, der Gesetzgeber lässt diese allerdings zunächst nur für den Spezialfondsbereich zu. In den ersten Praxisfällen hat sich nun gezeigt, dass das geschlossene Spezial-Sondervermögen eine sehr interessante Strukturierungsalternative für den Einstieg von institutionellen Endinvestoren in Projektentwicklungen darstellt.

Ein Projektentwickler verfügt dabei entweder selbst über eine KVG-Lizenz oder beauftragt eine Service-KVG mit der Wahrnehmung der KVG-Funktion für ein neues geschlossenes Spezial-Sondervermögen.

Ihr Anspruch ist Expertenwissen.  
Unserer auch!

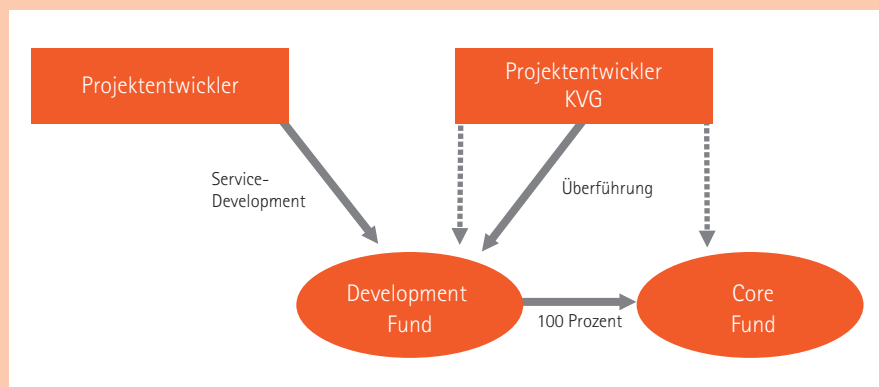
Bleiben Sie mit aktuellen Studien zu spannenden Themen  
immer nah am Markt.

[WWW.KREDITWESEN.DE/RESEARCH](http://WWW.KREDITWESEN.DE/RESEARCH)

Finden Sie jetzt bei uns online aktuelle Studien  
rund um die Immobilienmärkte.



Abbildung 2: Strukturalternative geschlossenes Sondervermögen



Quelle: Alexander Lehnen, Florian Reiff

Der Projektentwickler erwirbt sodann zunächst auf eigene Rechnung oder gleich für Rechnung des geschlossenen Spezial-Sondervermögens das zu entwickelnde Grundstück, entweder direkt oder über ein SPV. Ein Erwerb zunächst auf eigene Rechnung bietet sich in den Fällen an, in denen eine eigene KVG-Lizenz vorhanden und der Investor in das Sondervermögen noch nicht feststeht, zum Beispiel weil das Bau-recht noch nicht klar ist.

So kann nach Erwerb des Grundstücks mit dem Investor die Development-/Finanzierungsstruktur verhandelt und aufgesetzt werden; sobald alle relevanten Themen abgestimmt sind, wird dann das Grundstück/der SPV-Anteil in das geschlossene Sondervermögen für Rechnung des Investors überführt. Bei der Überführung kann der Projektentwickler den aktuellen Marktwert des Projekts (aufsichtsrechtlich hierauf beschränkt) bereits vereinnahmen. Bei der Anteilscheinveräußerung oder -ausgabe an den Investor ist der Projektentwickler hinsichtlich des Preises aufsichtsrechtlich nach oben offen und kann (weitere) Gewinne vereinnahmen. Das operative Unternehmen des Projektentwicklers schließt mit dem geschlossenen Sondervermögen einen GU-Vertrag zur Errichtung des Projekts.

Hinweis: In dieser Struktur gibt es noch die weitere Strukturalternative, Investoren sowohl für die Development-Phase als auch die spätere Core-Fund-Phase zu trennen. Nach Abschluss des Developments kann das Grundstück beziehungsweise SPV entweder im Asset/Share Deal veräußert werden oder es wird entweder auf einen Core Fund überführt oder die Anteilscheine am bestehenden Sondervermögen werden veräußert und dieses wird per Änderung der Anlagebedingungen in einen Core Fund umgewidmet. Die Interessenkonflikte bei der Bewertung des Projekts für die Bestim-

mung der Überführungswerte von Development zu Core Fund müssen dabei von der KVG gelöst werden, sofern es sich um unterschiedliche Investoren handelt (siehe Abbildung 2).

### Interessenkonflikte: sehr hohe Anforderungen an das Management

In dieser Struktur wird der institutionelle Investor nicht Gesellschafter eines SPV. Stattdessen erwirbt er per Zeichnungsvereinbarung mit der KVG Anteilscheine an einem geschlossenen Sondervermögen in Vertragsform. Die KVG des Projektentwicklers für Rechnung des geschlossenen Sondervermögens ist grundsätzlich „im Driver Seat“, der Investor kann nur über einen Anlageausschuss Einfluss auf das Portfoliomanagement der KVG ausüben.

Aufgrund der „Doppelfunktion“ desselben Hauses als (a) Projektentwickler und (b) KVG ergeben sich sehr hohe Anforderungen an das Management von Interessenkonflikten. Im Gegensatz zum offenen Sondervermögen ist keine laufende Rücknahmeverpflichtung von Anteilscheinen durch die KVG vorgesehen, der Fonds hat eine feste definierte Laufzeit. Die Veräußerung der Anteilscheine durch den Investor ist nach den Anlagebedingungen und der Anlegervereinbarung regelmäßig zulässig. Dieser Unit Deal ist per privatschriftlicher Vereinbarung zwischen KVG und Anlegern rechtlich umsetzbar. Notarielle Beurkundungen oder Grundbuchberichtigungen sind nicht erforderlich.

Die aufsichtsrechtlichen Anforderungen für die Alternativstruktur geschlossenes Sondervermögen betreffen die nachfolgend erörterten vier Aspekte.

(1) Zulässiger Anlagegegenstand und Anlagegrenzen: Gemäß § 285 KAGB darf die

KVG für Rechnung des geschlossenen Sondervermögens in alle Gegenstände investieren, deren Verkehrswert ermittelt werden kann. In der Praxis wird diese unspezifische Gesetzesanforderung in den Anlagebedingungen regelmäßig eingeschränkt auf Immobilien, Anteile an Immobilien-SPV, Bewirtschaftungsgegenstände und Bankguthaben.

(2) Kaufpreiszahlungsmechanismus: § 285 KAGB enthält zwar keinen Passus analog § 231 Absatz 2 Nummer 4 KAGB, allerdings leitet sich das Äquivalenzgebot schon aus den allgemeinen Verhaltensregeln der KVG gemäß § 25 ff. KAGB ab. Insofern gelten für die Zahlungen unter dem GU-Vertrag die gleichen Anforderungen an Kaufpreisbeziehungsweise Ratenzahlungen wie für offene Spezial-AIF.

(3) Übergang des Anteils an dem SPV: Sollte das Entwicklungsgrundstück in einem SPV unterhalb des geschlossenen Sondervermögens gehalten werden, gelten auch hier die gleichen Anforderungen wie beim offenen Spezial-AIF.

(4) Darlehensvergabe an das SPV: Sollte das Entwicklungsgrundstück in einem SPV unterhalb des geschlossenen Sondervermögens gehalten werden, dessen Anteile zu 100 Prozent von dem Sondervermögen gehalten werden, kann grundsätzlich ein Betrag von maximal 50 Prozent des Fonds-Eigenkapitals als Darlehen an das SPV gegeben werden. Sollte das Sondervermögen keinen externen Leverage über 30 Prozent haben, können auch bis zu 100 Prozent des Fonds-Eigenkapitals als nachrangiges Darlehen an das SPV gegeben werden.

### Keine transparente Besteuerung

Das geschlossene Sondervermögen kann aufgrund der fehlenden Rückgabemöglichkeit von Anteilscheinen nicht zur (quasi-)transparenten Besteuerung optieren. Grundsätzlich unterliegen die Einkünfte daher 15,83 Prozent KöSt und SolZ auf Fondsebene. Soweit allerdings steuerbefreite Pensionskassen, Versorgungswerke, Stiftungen oder Kirchen (oder vergleichbare Einrichtungen) beteiligt sind, können die Immobilieneinkünfte auf Fondsebene steuerfrei vereinnahmt werden.

Bei nicht deutschen institutionellen Investoren sind für die Befreiung von der Körperschaftsteuer folgende Voraussetzungen zu erfüllen: (a) der Investor muss in einem Rechtsregime der EU/EWR gegründet sein (zum Beispiel nicht Schweiz oder UK), (b) registrierter Sitz und Ort der Geschäfts-

leitung muss in einem EU- oder EWR-Staat sein, (c) ein Amtshilfeabkommen muss zwischen diesem Staat und Deutschland begründet sein und (d) die Vergleichbarkeit des Investors mit einem entsprechenden steuerbefreiten deutschen Investor muss nachgewiesen werden; hierfür gibt es kein standardisiertes Verfahren.

Gewerbesteuer wird auf Ebene des Investmentfonds nicht ausgelöst, solange er seine Vermögensgegenstände nicht in wesentlichem Umfang aktiv unternehmerisch bewirtschaftet. Sollte nach Ende der Development-Phase das Grundstück/SPV verkauft werden oder in einen Core Fund überführt werden, kann Gewerbesteuer auf die Gewinne der Development-Phase auf Fondsebene laut BMF-Schreiben vermieden werden, wenn die Veräußerung der Immobilie zur Erfüllung von Rückgabeverlangen von Anlegern oder im Rahmen der Abwicklung eines Investmentfonds erfolgt. Gleiches gilt auch für den planmäßigen Abverkauf der Immobilien eines Investmentfonds auf Grundlage eines tatsächlich durchgeführten Abwicklungsbeschlusses ohne vorherigen Übergang des Verwaltungsrechts auf die Verwahrstelle.

#### Abwägung der Vor- und Nachteile

Keine Besteuerung erfolgt auf Fondsebene, wenn die Anteilsscheine veräußert werden, unter anderem von einem Development-Fund-Investor an einen Core-Fund-Investor. Weder eine Besteuerung auf Fonds- noch auf Anlegerebene findet in Deutschland statt, wenn ein nicht deutscher (Development Fund) Investor an einen Core-Fund-

Investor seine Anteilscheine veräußert. Grunderwerbsteuer wird bei allen vorgenannten Strukturalternativen nach dem Erwerb des Grundstücks durch die Projektentwickler-KVG nicht ausgelöst, weder beim Set-up für den Development-Investor noch bei der Veräußerung von Anteilscheinen oder der Überführung der Immobilie/des Anteils am SPV vom Development Fund zum Core Fund.

Die grunderwerbsteuerliche Position der Struktur lässt diverse Gestaltungen zu, insbesondere den initialen Erwerb durch die KVG auf eigene Rechnung und die wirtschaftlich 100-prozentige Überführung auf einen Investor. Auch in der Strukturalternative Development Fund beziehungsweise Investor kann die spätere Weitergabe an einen Core Fund beziehungsweise Investor grunderwerbsteuerneutral erfolgen. Auch ertragsteuerlich sind attraktive Gestaltungen möglich. Bei der Anteilscheinveräußerung oder -ausgabe an den Investor ist der Projektentwickler hinsichtlich des Preises aufsichtsrechtlich nach oben offen und kann (weitere) Gewinne vereinnahmen.

Wenn ein externer Projektentwickler die KVG stellt, ist der Investor nur in der Position des Anteilscheininhabers. Diese ist schwächer als die eines Gesellschafters eines JV-SPVs. Umgekehrt ist für Marktteilnehmer, die über eine eigene KVG-Lizenz verfügen und auch selbst als Developer tätig sind – ein derartiges Set-up ist inzwischen vermehrt in Deutschland zu finden – die Struktur rechtlich attraktiv; sie sind und bleiben stets im „Driver Seat“. Aufgrund der „Doppelfunktion“ desselben

Hauses ergeben sich allerdings sehr hohe Anforderungen an das Management von Interessenkonflikten. Hierfür gibt es diverse Lösungsmöglichkeiten, zum Beispiel Zustimmungserfordernisse im Rahmen des GU-Vertrages.

#### Klassische Joint-Venture-Struktur bleibt die dominante Alternative

Die klassische Joint-Venture-Struktur wird sicher die dominante Alternative bleiben, da sie aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Beteiligungsstruktur für viele Marktteilnehmer vertrauter ist und daher insbesondere mittelständische (End-)Investoren ohne Nähe zum KVG-Set-up diese wählen werden. Die langfristige Vermögensbeteiligung eines eventuell eingebundenen strategischen Minderheitsgesellschafters ist dabei zu berücksichtigen.

Für Projektentwickler mit eigener KVG ist die Wahl des geschlossenen Sondervermögens allerdings sehr attraktiv: Einerseits sind wirtschaftliche 100-Prozent-Übertragungen grunderwerbsteuerneutral möglich, zum anderen ist ein aktives Management des Assets sowie der Struktur sowohl in der Development- als auch Bestandsphase möglich. Über den Mechanismus der Anteilscheinveräußerung oder -ausgabe an den Investor kann der Projektentwickler bereits frühzeitig Gewinne vereinnahmen.

Institutionelle Investoren werden die Struktur annehmen, wenn sie so Zugang zu knappen Assets bekommen und die möglichen Interessenkonflikte aktiv gemanagt werden. ■

## Immobilieninvestitionen und Finanzierungen in Spanien

Wir beraten unsere Mandanten seit Jahren bei allen Kauf-, Immobilienentwicklungs- und Finanzierungsangelegenheiten in Spanien. Dabei gehört das Immobilien-Asset-Management sowie die Umsetzung von Fragen des klassischen Bankgeschäftes ebenso zu unseren Aufgaben, wie Projektfinanzierungen, strukturierte Finanzierungen, Nachrangdarlehen und Mezzanine-Finanzierungen in Spanien.



**Madrid**  
Stefan Meyer  
smeyer@mmmm.es  
+34 91 319 96 86



**Barcelona**  
Nadja Vietz  
nvietz@mmmm.es  
+34 93 487 58 94



**Palma**  
Carlos Anglada Bartholmai  
canglada@mmmm.es  
+34 971 71 70 34