ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Westerheide, Peter et al.

Research Report

Staatliche Rahmenbedingungen für neue Assetklassen im internationalen Vergleich: Private Equity und REITs. Endbericht

ZEW Gutachten/Forschungsberichte

Provided in Cooperation with:
ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

Suggested Citation: Westerheide, Peter et al. (2005) : Staatliche Rahmenbedingungen für neue Assetklassen im internationalen Vergleich: Private Equity und REITs. Endbericht, ZEW Gutachten/Forschungsberichte, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/110498

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

ZEW
Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH
Centre for European Economic Research

DEPARTMENT OF REAL ESTATE

Endbericht

Forschungsauftrag 06/04
des Bundesministeriums der Finanzen

Staatliche Rahmenbedingungen für neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs –

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) GmbH
in Kooperation mit dem
Department of Real Estate, Stiftungslehrstuhl für
Immobilienökonomie der European Business School

Mannheim, den 23.05.2005

Ansprechpartner ZEW:

Dr. Peter Westerheide
Tel.: 0621 1235 146
E-Mail: westerheide@zew.de

Dr. Tereza Tykvová
Tel: 0621 1235 147
E-Mail: tykvova@zew.de

Ansprechpartner ebs:

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel
Tel. : 06723 69106
E-Mail: stephan.bone-winkel@ebs.de

Mitglieder des Projektteams:

ZEW

Dr. Tereza Tykvová

Matthias Meitner

Anne Schäfer

Dr. Peter Westerheide

ebs Department of Real Estate

Martin Becker

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

Jun.-Prof. Dr. Ramon Sotelo

Dr. Arno Väth

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

Bettina Zinser

Vorwort

Gegenstand des Forschungsprojektes ist die Untersuchung staatlicher Rahmenbedingungen für Private Equity-Fonds und Immobilienaktiengesellschaften nach dem Muster der Real Estate Investment Trusts (REITs)) in Deutschland und deren Vergleich mit anderen Mitgliedstaaten der EU und weiteren Ländern. Die Untersuchung gliedert sich dementsprechend in zwei Hauptteile, die sich zum einen mit Private Equity-Fonds, zum anderen mit REITs befassen. Der vorliegende Endbericht stellt die Ergebnisse der Untersuchung in beiden Hauptteilen vor.

Im ersten Teil, der sich mit der Situation des Private Equity-Marktes befasst, wird im Anschluss an die erforderlichen Begriffsbestimmungen und die Darstellung der Rolle von Private Equity bei der Innovations- und Mittelstandsförderung zunächst ein Überblick über die wichtigsten Erfolgsfaktoren des Private Equity-Geschäfts gegeben. Grundlage dieser Darstellung ist eine Analyse der vorliegenden, im Wesentlichen empirisch ausgerichteten wissenschaftlichen Literatur zum Private Equity-Markt. Ferner werden die Auswirkungen von Basel II und Solvency II kurz diskutiert. Anschließend wird im Schwerpunkt zunächst die aktuelle Situation in Deutschland umfassend untersucht. Im Mittelpunkt stehen die kapitalmarktrechtlichen, aufsichtsrechtlichen und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen des Private Equity-Marktes. Es folgt der Vergleich mit den aktuellen Rahmenbedingungen in internationalen Konkurrenzländern mit weit entwickeltem Private Equity-Markt. Hierzu gehören die USA, Großbritannien, die Niederlande und Schweden. Aufgrund der Wichtigkeit des Exits für die Private Equity-Branche folgt ein Exkurs über die Alternativen für eine erfolgreiche Veräußerung der finanzierten Unternehmen durch Private Equity-Fonds in Deutschland. Zum Schluss wird ein Überblick der Schwächen der deutschen Rahmenbedingungen gegeben und es werden Vorschläge für wirtschaftspolitische Maßnahmen erarbeitet.

Im zweiten Teil des vorliegenden Gutachtens werden die Märkte für Real Estate Investment Trusts und ähnliche Instrumente in sieben Beispielländern analysiert. Ziel der Analyse ist es, Anhaltspunkte für eine mögliche Ausgestaltung eines REIT-ähnlichen Instrumentes für Deutschland zu erhalten. Die Analyse gliedert sich in vier Abschnitte: In einem ersten Abschnitt werden die Gestaltungsmerkmale von REITs in den USA, Kanada, Australien, Japan, den Niederlanden, Belgien und Frankreich untersucht und die Entwicklung und Performance dieser Märkte analysiert. In einem zweiten Teil erfolgt eine vergleichende Betrachtung der REITs-Konzepte mit den im deutschen Immobilieninvestmentmarkt etablierten Anlageformen. In einem dritten Abschnitt wird – aufbauend auf den Ergebnissen der internationalen Analysen und unter Berücksichtigung der Spezifika des deutschen Immobilienmarktes und seiner rechtlichen Rahmenbedingungen – ein Best-Practice-Vorschlag für ein deutsches REIT-Pendant entwickelt. Der letzte Abschnitt befasst sich schließlich mit einer Abschätzung des Marktpotenzials für ein REIT-Pendant in Deutschland.

Erster Teil
Private Equity

Mitglieder des Projektteams:

ZEW

Dr. Tereza Tykvová

Dr. Peter Westerheide

Friedrich-Alexander-Universität

Bettina Zinser

An dieser Stelle möchten wir uns bei Sascha Gönnheimer und Florian Morath für ihre wertvolle Unterstützung bei der Erstellung dieses Berichts bedanken. Ferner gilt unser Dank zahlreichen Branchen-Experten für ihre Hilfsbereitschaft während der Projektbearbeitung. Besonders hervorheben möchten wir Dr. André Gloede (SJ Berwin), Bernd Seibel (TVM), Dr. Andreas Rodin (P+P Pöllath und Partner), Dr. Holger Frommann (BVK), Thomas Winkler (Hannover Finanz), Jens Ballerstein (Deloitte & Touche), Günter Land (Deutscher Sparkassen- und Giroverband), Dr. Johannes Velling, Udo Neuhäußer (beide BMWA), Ton Tekstra (Blauw Tekstra Uding Advocaten), Fredrik Sonander (Vinge KB) und Anders Erasmie (Mannheimer Swartling Advokatbyra AB), die mit ihren fachspezifischen Kenntnissen zu diesem Projekt beigetragen haben.

Einen besonderen Dank möchten wir Herrn Prof. Dr. Wolfram Scheffler (Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg) aussprechen, der uns mit seinem fachlichen Rat stets zur Seite stand.

Inhaltsübersicht

Kurzfassung I

A ABGRENZUNGEN, BEDEUTUNG UND ERFOLGSFAKTOREN – EIN ÜBERBLICK 1

A.I Definitionen Venture Capital/Private Equity 1

A.II Bedeutung von PE bei der Innovations- und Mittelstandsförderung 3

A.III Literaturüberblick: Typische Erfolgsfaktoren von PE-Aktivitäten 5

A.III.1 Kapitalmarkt 6
A.III.2 Art der Rentenfinanzierung 8
A.III.3 Besteuerung 9
A.III.4 Institutionelle Umgebung: Rule of Law and Enforcement 10
A.III.5 Regulatorische Rahmenbedingungen für die Investoren 11
A.III.6 Regulatorische Rahmenbedingungen für die Unternehmen 12
A.III.7 Arbeitsmarktrigiditäten 13
A.III.8 Öffentliche Förderprogramme und öffentliches Beteiligungskapital 14
A.III.9 Kulturelle und institutionelle Unterschiede 16
A.III.10 Weitere Faktoren 17

A.IV Auswirkungen von Basel II und Solvency II auf den PE-Markt 17

B DER PRIVATE EQUITY-MARKT IN DEUTSCHLAND 18

B.I Rechtsformen von PE-Gesellschaften und ihre Bedeutung 18

B.I.1 Gesetzlich typisierte Beteiligungsformen 19
B.I.1.1 Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGs) 19
B.I.1.2 Kapitalanlagegesellschaften (KAGs) 23
B.I.1.3 Investmentaktiengesellschaften 27
B.I.2 Gesetzlich nicht typisierte Beteiligungsformen 29
B.I.2.1 Typischerweise verwendete Formen von Personengesellschaften 29
B.I.2.2 Typischerweise verwendete Formen von Kapitalgesellschaften 31
B.I.3 Zusammenfassung 34
B.I.3.1 Wesentliche Unterschiede und Gemeinsamkeiten 34
B.I.3.2 Eignung der einzelnen Typen als PE-Vehikel in Deutschland 35
B.I.3.3 Bedeutung der einzelnen Typen in Deutschland 36
B.I.4 Grundmodell eines deutschen Private Equity-Fonds in Form einer GmbH & Co.KG 37

B.II Anwendbare Normen des Kapitalmarktrechts, Aufsichtsrechts und Steuerrechts 39

B.II.1 Kapitalmarktrecht, Aufsichtsrecht und Regulierung 39
B.II.1.1 Prospektpflicht 39
B.II.1.2 Erlaubnispflicht 41
B.II.1.3 Anlagegrenzen für institutionelle Investoren 43
B.II.1.4 Aktuelle Änderungen im Kapitalmarktrecht 46
B.II.2 Steuerrecht 46
B.II.2.1 Gewerbliche Tätigkeit vs. Vermögensverwaltung 49
B.II.2.2 Investorenbesteuerung 54
B.II.2.2.1 Besteuerung der Veräußerungsgewinne 54
B.II.2.2.2 Gesellschafter-Fremdfinanzierung nach § 8a KStG 58
B.II.2.3 Initiatorenbesteuerung 60
B.II.2.4 Besteuerung der Managementgesellschaft 61
B.II.2.5 Verlustverrechnungsmöglichkeiten 63
B.II.2.6 Inlandsinvestitionen von Steuerausländern 65
B.II.2.7 Investitionen von Steuerinländern an ausländischem Investmentvermögen 67

C RAHMENBEDINGUNGEN UND MARKTENTWICKLUNG IN WICHTIGEN KONKURRENZMÄRKTEN 69

C.I Marktentwicklung 69

C.II Rahmenbedingungen 70

C.II.1 Kapitalmarktrecht, Aufsichtsrecht und Regulierung 70
C.II.1.1 USA 70
C.II.1.2 Großbritannien 70
C.II.1.3 Niederlande 71
C.II.1.4 Schweden 72
C.II.1.5 Exkurs: Gesetzlich typisierte Beteiligungsformen in wichtigen Konkurrenzmärkten 72
C.II.1.5.1 USA 72
C.II.1.5.2 Großbritannien 75
C.II.1.5.3 Frankreich 80

C.II.2 Steuerrecht ... 83
C.II.2.1 USA ... 83
C.II.2.1.1 Grundzüge des US-amerikanischen Steuersystems ... 83
C.II.2.1.2 Struktur des typischen PE-Fonds in den USA ... 88
C.II.2.1.3 Besteuerung ... 89
C.II.2.1.4 Steuerlicher Vergleich zwischen Deutschland und den USA ... 91
C.II.2.2 Großbritannien ... 94
C.II.2.2.1 Grundzüge des britischen Steuersystems ... 94
C.II.2.2.2 Struktur des typischen PE-Fonds in Großbritannien ... 97
C.II.2.2.3 Besteuerung ... 97
C.II.2.2.4 Steuerlicher Vergleich zwischen Deutschland und Großbritannien ... 100
C.II.2.3 Niederlande ... 102
C.II.2.3.1 Grundzüge des niederländischen Steuersystems ... 102
C.II.2.3.2 Struktur des typischen PE-Fonds in den Niederlanden ... 105
C.II.2.3.3 Besteuerung ... 106
C.II.2.3.4 Steuerlicher Vergleich zwischen den Niederlanden und Deutschland ... 108
C.II.2.4 Schweden ... 110
C.II.2.4.1 Grundzüge des schwedischen Steuersystems ... 110
C.II.2.4.2 Struktur des typischen PE-Fonds in Schweden ... 113
C.II.2.4.3 Besteuerung ... 114
C.II.2.4.4 Steuerlicher Vergleich zwischen Schweden und Deutschland ... 117
C.II.3 Sonstige für die Marktentwicklung wesentliche Rahmenbedingungen ... 118
C.II.3.1 USA ... 119
C.II.3.2 Großbritannien ... 119
C.II.3.3 Niederlande ... 120
C.II.3.4 Schweden ... 120
C.III Erfolgsfaktoren des PE-Marktes in der Gesamtbetrachtung von Marktentwicklung und Rahmenbedingungen ... 121
D EXKURS: ALTERNATIVEN FÜR EINE ERFOLGREICHE VERÄUßERUNG DER UNTERNEHMEN DURCH PE-FONDS IN DEUTSCHLAND ... 122
D.I Bedeutung der zur Verfügung stehenden Exit-Kanäle ... 122
D.II Reformvorschläge zur Verbesserung der Exit-Möglichkeiten ... 125
E SCHWÄCHEN DER DEUTSCHEN RAHMENBEDINGUNGEN FÜR PE ... 129
E.I Beurteilung aktueller Änderungen ... 129
E.II Verbleibende Schwächen im internationalen Vergleich ... 130
E.II.1 Rechtsformen ... 130
E.II.2 Kapitalmarkt, Kapitalmarktrecht und Aufsichtsrecht ... 131
E.II.3 Steuerrecht ... 132
E.II.3.1 Besteuerung der Veräußerungsgewinne ... 132
E.II.3.2 Besteuerung des Carried Interest ... 135
E.II.3.3 Umsatzsteuerliche Behandlung der Management Fee ... 136
E.II.3.4 Verlustverrechnung ... 136
E.II.3.5 Gesellschafterfremdfinanzierung ... 138
E.II.3.6 Zusammenfassung der steuerlichen Aspekte ... 141
E.II.4 Sonstige Schwächen in Rahmenbedingungen ... 141
F SCHLUSSFOLGERUNGEN FÜR DIE GESTALTUNG DER RAHMENBEDINGUNGEN FÜR PE IN DEUTSCHLAND ... 142
Verzeichnisse ... 152
A PRIVATE EQUITY ... 152
A.I Literaturverzeichnis ... 152
A.II Gesetze / Verordnungen ... 159
A.III Gesetzesmaterialien ... 160
A.IV Richtlinien ... 160
A.V Verwaltungsanweisungen ... 160
A.VI Rechtsprechungen ... 160

Kurzfassung

Im ersten Teil des vorliegenden Gutachtens werden die Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland untersucht und mit der aktuellen Situation in internationalen Konkurrenzländern mit weit entwickeltem Private Equity-Markt verglichen. Ziel ist es, die verbleibenden Schwächen in den deutschen Rahmenbedingungen zu identifizieren und Empfehlungen für konkrete wirtschaftspolitische Maßnahmen zu formulieren.

Die Untersuchung gliedert sich in sechs Abschnitte: Im ersten Abschnitt wird im Anschluss an die erforderlichen Begriffsbestimmungen und die Darstellung der Rolle von Private Equity bei der Innovations- und Mittelstandsförderung zunächst ein Überblick über die wichtigsten Erfolgsfaktoren des Private Equity-Geschäfts gegeben. Grundlage dieser Darstellung ist eine Analyse der vorliegenden, im Wesentlichen empirisch ausgerichteten wissenschaftlichen Literatur zum Private Equity-Markt. Ferner werden die Auswirkungen von Basel II und Solvency II kurz diskutiert. Anschließend wird im zweiten Abschnitt die aktuelle Situation in Deutschland umfassend untersucht. Im Mittelpunkt stehen die kapitalmarktrechtlichen, aufsichtsrechtlichen und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen des Private Equity-Marktes. Im dritten Abschnitt folgt der Vergleich mit den aktuellen Rahmenbedingungen in internationalen Konkurrenzländern mit weit entwickeltem Private Equity-Markt. Hierzu gehören die USA, Großbritannien, die Niederlande und Schweden. Aufgrund der Wichtigkeit des Exits für die Private Equity-Branche folgt im vierten Abschnitt ein Exkurs über die Alternativen für eine erfolgreiche Veräußerung der finanzierten Unternehmen durch Private Equity-Fonds in Deutschland. Im fünften Abschnitt wird ein Überblick der Schwächen der deutschen Rahmenbedingungen gegeben. Vorschläge für wirtschaftspolitische Maßnahmen werden im sechsten Abschnitt erarbeitet.

Erfolgsfaktoren

Auf der Basis existierender wissenschaftlicher Literatur wird ein Überblick der wichtigsten Faktoren, die einen Einfluss auf das Angebot und die Nachfrage nach Private Equity (PE) ausüben, gegeben. Neben den steuerrechtlichen, aufsichtsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen, die im Zentrum der vorliegenden Untersuchung stehen, werden noch andere bedeutende Faktoren untersucht, welche zur Erklärung der Unterschiede zwischen verschiedenen Ländern beitragen können. Diverse makro- und mikroökonomische Standortfaktoren und Investitionskriterien, die nicht spezifisch den PE-Markt betreffen, beeinflussen wesentlich die Investitionsentscheidungen in der Branche. Hierzu gehören u.a. die Art der Rentenfinanzierung, der Stand der Kapitalmärkte (insbesondere im Hinblick auf die Börsengänge), die regulatorischen Rahmenbedingungen für Unternehmen, institutionelle Umgebung, Flexibilität des Arbeitsmarktes, öffentliche Förderprogramme sowie kulturelle und historische Gegebenheiten.

Rahmenbedingungen in Deutschland

Rentenfinanzierung: In Deutschland dominiert als Altersvorsorge das staatliche, nach dem Umlageverfahren organisierte Rentenversicherungssystem. Auch die Deckungsmittel für die betriebliche Altersvorsorge in Form von direkten Ruhegeldzusagen des Arbeitgebers an den Arbeitnehmer werden gewöhnlich nicht auf den Kapitalmarkt gelenkt, sondern verbleiben v.a. aus handels- und steuerrechtlichen Überlegungen heraus in Form von Pensionsrückstellungen im Unternehmen. Damit kommt es nicht direkt zu einer Sammlung von Kapital, das auf dem Kapitalmarkt für investive Zwecke bereitgestellt werden könnte.

Regulierung der Kapitalgeber: Der größte Teil der Mittelzuflüsse der deutschen PE-Fonds kommt über die Beteiligung institutioneller Anleger - Banken, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds. Die meisten institutionellen Anleger unterliegen Regulierungsvorschriften bezüglich Art und Höhe ihrer Anlagen. Davon ausgenommen sind lediglich die Banken, die zwar hinsichtlich Zulassung und der Eigenkapitalvorschriften sehr stark reguliert, aber in ihrer Anlagepolitik weitgehend frei sind. Investitionen in Private Equity sind für Versicherungen im Umfang bis maximal 15% (bzw. mit einer Genehmigung der Aufsichtsbehörde bis 20%) des gebundenen Vermögens zulässig. Es besteht darüber hinaus eine Obergrenze von 10% in Bezug auf das Grundkapital des Zielunternehmens, die auch für Pensionsfonds gilt. Dies ist eine erhebliche Einschränkung, da hiermit wesentliche Beteiligungen ausgeschlossen sind. Aufgrund von Basel II und Solvency II ist mit einer Kürzung des Angebots an Private Equity seitens der Banken und Versicherungen zu rechnen.

Kapitalmarkt: Der Neue Markt eröffnete einen viel versprechenden Exit-Kanal für PE-Fonds, der mittlerweile allerdings bis auf weiteres wieder geschlossen ist. Ein Markt, der spezifisch für die Börsengänge von kleinen und mittleren Unternehmen bestimmt wäre, existiert nicht mehr. Der unreife deutsche Private Equity-Markt wurde durch den massiven Vertrauensrückgang beim Neuen Markt und die daraus resultierende Einstellung der Emissionsaktivität sowie den enormen Fall der Kurse stark getroffen. Viele junge Private Equity-Gesellschaften wurden insolvent und mussten den Markt verlassen; es kam zu Schließungen und Fusionen. Die Bundesregierung versucht im Rahmen des sog. 10-Punkte-Plans das Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte wieder herzustellen.

Für die typische deutsche Fondsstruktur der GmbH & Co.KG war das Verkaufsprospektgesetz bislang nicht anwendbar, da Personengesellschaftsanteile nicht den Wertpapierbegriff erfüllten. Dies hat sich nun mit dem AnSVG geändert und es besteht für ein öffentliches Angebot von Anteilen eine Prospektpflicht und Prospekthaftung.

Rechtsformen: In Deutschland gibt es bislang keine spezielle und umfassende gesetzliche Regelung für Private Equity-Anlagen. Die Gründung einer deutschen eingetragenen Gesellschaft, die in PE-Anlagen investiert, bedarf bis heute keiner staatlichen Lizenz. Es bestehen lediglich drei gesetzlich typisierte Formen von inländischen Beteiligungsgesellschaften: die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft, die Kapitalanlagegesellschaft sowie die Investmentaktiengesellschaft. Aufgrund der relativ engen Anlagegrenzen, die durch die vergleichsweise wenigen steuerlichen Vorteile nicht kompensiert werden können, fand die

Form der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft keine breite Akzeptanz am deutschen Markt. Die einzige bedeutende steuerliche Vergünstigung besteht heute nur noch aus der Gewerbesteuerbefreiung, die auch über die Struktur einer vermögensverwaltenden GmbH & Co.KG zu erreichen ist. Andere Regulierungsversuche innerhalb des PE-Segments, wie die Einführung des Beteiligungs-Sondervermögens oder der geschlossenen Fonds in der Rechtsform einer Investmentaktiengesellschaft, wurden von der PE-Branche überhaupt nicht wahrgenommen. Die Regulierungsversuche scheiterten vor allem daran, dass Unternehmen, die nicht den strengen Anforderungen der speziellen Gesetze entsprechen, ebenfalls PE-Geschäfte durchführen können. So können Private Equity-Fonds grundsätzlich auch in anderen Rechtsformen ohne gesetzliche Anlagerestriktionen und ohne gesetzlich vorgegebene Mindestkapitalausstattung aufgelegt werden. Die in Deutschland sicherlich größte Bedeutung im PE-Bereich hat die Rechtsform der GmbH & Co.KG.

An einem Private Equity-Fonds wirken im Wesentlichen drei Gruppen von Akteuren zusammen: Investoren, Initiatoren und die Managementgesellschaft. Die Investoren stellen das Investitionskapital zur Verfügung, die Initiatoren legen den PE-Fonds auf und die Managementgesellschaft verwaltet die PE-Investitionen. Die Initiatoren des Fonds sind gewöhnlich nur gering am Kapital der von ihnen aufgelegten Fonds beteiligt. Ihr Anteil am Ergebnis des Fonds ist allerdings überproportional groß, weil sie neben dem Kapital noch ihr Spezial-Know-how für die Akquise und Begleitung von Beteiligungen zur Verfügung stellen. Die Entscheidungen werden von ihnen getroffen und die Managementgesellschaft setzt diese lediglich „technisch“ um. I.d.R. bekommt der Initiator beim Erreichen einer festgelegten Mindestverzinsung für die übrigen Gesellschafter (sog. Hurdle Rate) einen Mehrbetrag von gewöhnlich 20% des Gewinns (sog. Carried Interest). Aus Sicht der Investoren ist die Besteuerung der Veräußerungsgewinne entscheidend. Für die Initiatoren steht die Besteuerung ihrer überproportionalen Gewinnanteile (Carried Interest) im Vordergrund. Bei der Managementgesellschaft ist insbesondere zu diskutieren, ob ihre Vergütung der Umsatzsteuer unterliegt. Für den Fonds ist ferner entscheidend, ob er als steuertransparente Einheit gilt. In allen diesen Bereichen ergaben sich in letzter Zeit grundlegende Änderungen.

Steuerliche Transparenz: Ziel bei der Strukturierung eines PE-Fonds ist die steuerliche Transparenz des Fonds. Bei einer transparenten Besteuerung der Personengesellschaften sind lediglich die Investoren Subjekte der Ertragsbesteuerung. Die über den PE-Fonds erzielten Erträge werden ausschließlich nach den individuellen Merkmalen der Investoren besteuert. Aus steuerlicher Sicht besteht zusätzlich ein wichtiges Ziel darin, dass der PE-Fonds, der die Rechtsform einer GmbH & Co.KG hat, als vermögensverwaltend angesehen wird, m.a.W. die Vertragsverhältnisse müssen so gestaltet werden, dass die GmbH & Co.KG nicht als Gewerbebetrieb angesehen wird.

Ist der PE-Fonds vermögensverwaltend tätig, beziehen die Beteiligten keine Gewinneinkünfte (d.h. Einkünfte aus Gewerbebetrieb), sondern Überschusseinkünfte (bspw. Einkünfte aus Kapitalvermögen). Die Unterscheidung von Gewinn- und Überschusseinkünften ist aus zwei Gründen von Bedeutung: Zum einen fällt bei vermögensverwaltend tätigen PE-Fonds keine Gewerbesteuer an, zum anderen sind bei einer Überschusseinkunftsart Veräußerungsgewinne grundsätzlich nicht steuerbar. Gilt der PE-Fonds als Gewerbebetrieb, ist

dieser gewerbesteuerpflichtig und Gewinne aus der Veräußerung der Portfolio-Unternehmen sind generell steuerpflichtig.

Eine Personengesellschaft (hier GmbH & Co.KG) ist dann als Gewerbebetrieb anzusehen, wenn sie entweder einen Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Betätigung oder einen Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Prägung bildet. Die steuerliche Einordnung der Tätigkeit der PE-Fonds als private Vermögensverwaltung oder als Gewerbebetrieb ist wichtigster Regelungsgegenstand des BMF-Schreibens vom 16. Dezember 2003. Nach Auffassung der Finanzverwaltung ist nach dem „Gesamtbild der Tätigkeiten" immer dann von einer privaten Vermögensverwaltung durch den Fonds auszugehen, wenn bestimmte Kriterien erfüllt sind. Besonders kritisch sind die Kriterien „keine kurzfristige Beteiligung" und „kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfolio-Gesellschaften". Ferner besteht eine Unsicherheit für die Fonds, weil die Gewerblichkeit erst ex-post geprüft wird.

Beim ersten Kriterium „keine kurzfristige Beteiligung" kann u.U. die Beteiligung eines weiteren PE-Fonds an dem Portfolio-Unternehmen (sog. Syndizierung) als Veräußerung seitens des ursprünglichen Fonds angesehen werden und zur Gewerblichkeit dieses Fonds führen. Nach dem zweiten Kriterium „kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfolio-Gesellschaften" darf sich der Fonds nicht am aktiven Management der Portfolio-Unternehmen beteiligen. Eine intensive Betreuung der Portfolio-Unternehmen gehört jedoch zu einer zentralen Aufgabe der PE-Fonds (insbesondere im VC-Bereich).

Besteuerung der Investoren: Die Übersicht über die Besteuerung der Investoren geht von der Annahme aus, dass der PE-Fonds als eine vermögensverwaltende Personengesellschaft konstituiert ist. Um eine Übersicht über die Besteuerung der unbeschränkt steuerpflichtigen Investoren eines PE-Fonds zu erstellen, bedarf es einer differenzierten Betrachtung der verschiedenen Teilgruppen. Zum einen können Kapitalgesellschaften als sog. institutionelle Investoren, zum anderen können natürliche Personen als sog. Privatinvestoren in den Fonds investieren. Bei der Beteiligung durch eine natürliche Person ist des Weiteren zu unterscheiden, ob sie die Beteiligung im Privatvermögen oder im Betriebsvermögen hält. Allerdings wird das Halten der Beteiligung im Betriebsvermögen eher den Ausnahmefall darstellen, da die Vorteile aus der steuerlichen Transparenz des Fonds nicht so weit reichend genutzt werden können, wie dies beim Halten der Beteiligung im Privatvermögen möglich ist. Folglich wird diese, wenn möglich, praktiziert.

Beteiligt sich eine Kapitalgesellschaft unmittelbar an anderen Kapitalgesellschaften, sind die hieraus resultierenden Veräußerungsgewinne für den Investor nach § 8b Abs. 2 KStG steuerfrei. Nach § 8b Abs. 3 KStG gelten allerdings 5% des Veräußerungsgewinns als nicht-abzugsfähige Betriebsausgaben, sodass sich insoweit die Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer und der Gewerbesteuer erhöht. Hält eine natürliche Person die Beteiligung an dem PE-Fonds in ihrem Privatvermögen, sind die Gewinne aus der Veräußerung der Anteile an einem Portfolio-Unternehmen, das die Rechtsform einer Kapitalgesellschaft hat, grundsätzlich nicht steuerbar. Zu beachten sind jedoch die Ausnahmetatbestände der §§ 17, 23 EStG und § 21 UmwStG. Ist der Investor eine natürliche Person, die die Beteiligung an dem PE-Fonds in ihrem Betriebsvermögen hält, werden die Gewinne aus der Veräußerung der Anteile an den Portfolio-Kapitalgesellschaften den Einkünften aus Gewerbebetrieb zugeordnet (§ 15 EStG). Die Gewinne sind damit generell steuerpflichtig. Die Ver-

äußerungsgewinne sind nach dem Halbeinkünfteverfahren zur Hälfte steuerpflichtig (§ 3 Nr. 40, § 3c Abs. 2 EStG). Der Veräußerungsgewinn unterliegt zusätzlich der Gewerbesteuer, da die Kürzung nach § 9 Nr. 2a GewStG nicht auf Veräußerungsgewinne angewendet wird, sondern nur auf Dividenden.

Die Vereinbarung von Gesellschafterdarlehen bzw. Mezzanine-Finanzierungen ist neben der Eigenkapitalfinanzierung ein nicht selten angewandtes Instrument eines PE-Fonds. Dies bedeutet also, dass den Portfolio-Unternehmen durch den Fonds neben Eigenkapital zusätzlich Fremdkapital zur Verfügung gestellt wird. Mit der Ausweitung des § 8a KStG auf die Fremdfinanzierung von Kapitalgesellschaften durch ihre inländischen Gesellschafter gestalten sich diese Finanzierungsmöglichkeiten aus steuerlicher Sicht für PE-Fonds schwieriger. Nach § 8a KStG werden Zinsen, die von einer (inländischen) Kapitalgesellschaft gezahlt werden und auf einer Fremdfinanzierung durch einen wesentlich beteiligten in- und ausländischen Gesellschafter beruhen, unter bestimmten Umständen als verdeckte Gewinnausschüttung behandelt.

Besteuerung der Initiatoren: Neben der Kapitalbeteiligung leisten die Initiatoren im Regelfall noch immaterielle Beiträge in Form von Auswahl-, Beratungs- und Kontrolltätigkeiten, die durch einen erhöhten Gewinnanteil (Carried Interest) abgegolten werden. Der Carried Interest spiegelt den Anteil am Gewinn wieder, den die Initiatoren als Vergütung für die Einbringung ihres Goodwills und für ihr außergewöhnliches Engagement erhalten. Die steuerliche Behandlung des Carried Interest wurde durch das „Gesetz zur Förderung von Wagniskapital“ vom 30. Juli 2004 gesetzlich geregelt. Danach wird der Carried Interest nach § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG als „Einkünfte aus selbständiger Tätigkeit“ qualifiziert. Der Carried Interest ist nach § 3 Nr. 40a EStG zur Hälfte steuerfrei, d.h. er unterliegt nur zur Hälfte der Besteuerung. Voraussetzung für die hälftige Steuerbefreiung des Carried Interest ist, dass die Investoren ihr eingezahltes Kapital vollständig zurückerhalten haben.

Besteuerung der Management Fee: Die Geschäftsführung wird vom PE-Fonds in der Rechtsform einer GmbH & Co.KG zur Vermeidung der gewerblichen Prägung des PE-Fonds, d.h. aus ertragsteuerlichen Gründen, an eine als Kommanditistin am Fonds beteiligte GmbH übertragen. Diese GmbH, die auch als Managementgesellschaft bezeichnet wird, erhält von der Fondsgesellschaft eine Verwaltungsgebühr (Management Fee). Üblicherweise wird kein gewinnunabhängiges Sonderentgelt gezahlt, sondern der Management-GmbH ein Anteil am Gewinn der GmbH & Co.KG eingeräumt. Typischerweise handelt es sich um einen Gewinn-Vorab, der im Rahmen einer Ergebnisverwendung aus dem Bilanzgewinn gezahlt wird. Im Gegensatz zum Sonderentgelt ist die gewinnabhängige Vergütung im Rahmen der Umsatzsteuer grundsätzlich nicht steuerbar, da sie als Gesellschafterleistung angesehen wird, sodass kein Leistungsaustausch vorliegt. Nach dem BMF-Schreiben vom 23. Dezember 2003 kann diese Vergütung aber trotzdem ein zur Steuerbarkeit führendes Sonderentgelt darstellen, wenn sie nicht nach den geschätzten, sondern nach den tatsächlich erbrachten Leistungen der Managementgesellschaft bemessen ist.

Verlustnutzungsmöglichkeiten: Erzielt eine Portfolio-Kapitalgesellschaft Verluste, kann sie diese im Rahmen des Verlustabzugs verrechnen. Der Verlustrücktrag zur Verrechnung der Verluste mit Gewinnen des vorangegangenen Jahres ist bis zur Höhe von 511.500 € möglich (§ 10d Abs. 1 EStG i.V.m. § 8 Abs. 1 KStG). Darüber hinaus gehende Verluste kön-

nen in die folgenden Jahre vorgetragen werden. Der Verlustvortrag ist bis zu einem Sockelbetrag in Höhe von 1 Mio. € unbeschränkt möglich. Übersteigen die Verluste den Sockelbetrag, können nur 60% der verbleibenden Gewinne mit Verlusten verrechnet werden, 40% der Gewinne unterliegen der Besteuerung (sog. Mindestbesteuerung, § 10d Abs. 2 EStG i.V.m. § 8 Abs. 1 KStG). Zur Verrechnung von negativen Gewerbeerträgen gilt nach § 10a GewStG eine vergleichbare Regelung, wobei allerdings zu beachten ist, dass bei der Gewerbesteuer nur ein Verlustvortrag möglich ist, ein Verlustrücktrag scheidet bei der Gewerbesteuer aus.

Beim Kauf und Verkauf von Portfolio-Kapitalgesellschaften ist zu beachten, dass eine Kapitalgesellschaft Verluste nur dann verrechnen darf, wenn sie rechtlich und wirtschaftlich mit der verlustverursachenden Kapitalgesellschaft identisch ist (§ 8 Abs. 4 KStG). Da auch nach einem Anteilseignerwechsel die rechtliche Identität regelmäßig gegeben ist, kommt es auf die wirtschaftliche Identität an. Diese geht insbesondere dann verloren, wenn mehr als die Hälfte der Anteile an der Kapitalgesellschaft übertragen werden und wenn überwiegend neues Betriebsvermögen zugeführt wird. Diese Bedingungen der Veräußerung und Zuführung von Betriebsvermögen (bspw. Finanzmittel) treffen bei PE-Investitionen typischerweise zu. Dies hat zur Folge, dass es insbesondere beim Erwerb oder Exit der Beteiligungen durch den PE-Fonds oder andere Investoren (wie bspw. bei Trade Sales oder Börsengängen) häufig zum Wegfall des Verlustvortrages der Portfolio-Unternehmen kommt.

Regulatorische Rahmenbedingungen für Unternehmen: Die regulatorischen Rahmenbedingungen für Unternehmen, wie bspw. der Kosten- und Zeitaufwand für eine Unternehmensgründung und Registrierung, sind in Deutschland vergleichsweise hoch.

Arbeitsmarkt: Ein relativ hohes Lohnniveau und ein breites soziales Netz in Deutschland bieten wenig Anreize für Existenzgründungen. Ferner sind hierzulande die Inflexibilitäten am Arbeitsmarkt, bspw. in Bezug auf den Kündigungsschutz, relativ stark ausgeprägt.

Kulturelle und institutionelle Bedingungen: In Deutschland besteht nur eine kurze Geschichte der PE-Finanzierung, die mit vielen negativen Erfahrungen aus dem Zeitraum des Platzens der Technologieblase im Jahr 2000 verbunden ist. Es mangelt noch an Erfahrung. Ferner bestehen oftmals große Vorbehalte gegenüber der PE-Finanzierung als Finanzierungsform, weil Mittelständler den Verlust der Kontrolle über das eigene Unternehmen befürchten.

Ergebnisse des internationalen Vergleichs

Marktentwicklung: Der US-amerikanische PE-Markt ist der größte der Welt. In Europa gehörten in den letzten Jahren Großbritannien, Schweden und die Niederlande zu den größten PE-Märkten. Mehr als die Hälfte des neu gesammelten Kapitals der PE-Branche in Europa kam im Jahre 2003 aus Großbritannien. An zweiter und dritter Stelle waren, trotz ihrer geringen Größe, Schweden und die Niederlande. Auch gemessen am Anteil der PE-Investitionen am BIP gehören diese vier Länder zu den Spitzenreitern.

Rentenfinanzierung: Betrachtet man die Pensionssysteme in den USA, Großbritannien, den Niederlanden und Schweden, stellt man fest, dass es in diesen Ländern eine relativ niedrige

umlagefinanzierte Grundsicherung gibt, die im Wesentlichen auf eine Vermeidung von Altersarmut begrenzt ist. Ergänzend gibt es eine z.T. obligatorische, nicht staatlich organisierte kapitalgedeckte Zusatzvorsorge. In Deutschland ist der Grad an kapitalgedeckter Altersvorsorge vergleichsweise niedrig, wodurch nur geringe potenzielle Mittel für die PE-Branche generiert werden.

Regulierung der Kapitalgeber: Gleichzeitig ist die Regulierung der Pensionsfonds und Versicherungen in den vier Vergleichsmärkten sehr liberal, was ihnen Investitionen in Private Equity ermöglicht. Drei dieser Länder verlassen sich vollständig auf das Sorgfaltsprinzip, Schweden befindet sich noch in einer Übergangsphase. Dadurch existiert in diesen Ländern ein enormes Kapitalreservoir für PE-Investitionen. Um die Änderungen der Regulierung in diesen Ländern auf die PE-Branche zu beurteilen, besteht seit der Einführung des Sorgfaltsprinzips lediglich in den USA ein genügend langer Zeitraum. Hier wurde eine entsprechende Änderung im Jahre 1979 durchgesetzt. Seit 1979 führte das zusätzliche Kapital, das durch die Pensionsfonds auf dem PE-Markt angeboten wurde, zu einem dramatischen Wachstum der PE-Fondsmittel, insbesondere im VC-Bereich. Die liberalen Vorschriften hinsichtlich der Anlagen für deutsche Pensionsfonds sind zu begrüßen. Allerdings ist anzumerken, dass die Pensionsfondsbranche in Deutschland im internationalen Vergleich sehr klein ist und bislang keinen nennenswerten Beitrag zu PE, wie in anderen Ländern, leisten konnte. Bei Versicherungsunternehmen bestehen in Deutschland relativ enge quantitative Beschränkungen für maximal mögliche Anlagen in PE. Eine erhebliche Einschränkung für die Anlagen von Pensionsfonds und Versicherungen stellt vor allem die Obergrenze von 10% in Bezug auf das Grundkapital des Portfolio-Unternehmens dar. Dadurch sind wesentliche Beteiligungen ausgeschlossen.

Kapitalmarkt: Die Kapitalmärkte für junge Unternehmen in den untersuchten Ländern sind, mit Ausnahme von den Niederlanden, sehr gut etabliert, was zur Erhöhung der Liquidität, der Nachfrage und des Angebots an Private Equity führt. Im internationalen Vergleich mit Ländern wie den USA, Großbritannien oder Schweden wird die Schwäche der Kapitalmärkte und insbesondere der IPO-Märkte in Deutschland deutlich. Während sich zumindest in den USA und Großbritannien das Geschäft mit den Börsengängen wieder langsam belebt, sind in Deutschland in den letzten zwei Jahren lediglich fünf Unternehmen an die Börse gegangen. Insgesamt waren es in Europa im gleichen Zeitraum 563 Unternehmen, davon die meisten in London. Somit bleibt ein wichtiger Exit-Kanal in Deutschland bis auf weiteres geschlossen.

Besteuerung: Die Problematik der Steuerbelastung ist sehr komplex. Generell lässt sich die Besteuerung der verschiedenen Akteure im PE-Markt in Großbritannien, den USA und den Niederlanden eher als günstig, in Schweden dagegen als vergleichsweise sehr hoch bezeichnen. Die Besteuerung der PE-Fonds, ihrer Investoren und Initiatoren in Deutschland ist im internationalen Vergleich als sehr günstig einzustufen. Als ungünstig sind die Verlustverrechnung und die Regelungen im Hinblick auf die Gesellschafterfremdfinanzierung zu bezeichnen.

Regulatorische Rahmenbedingungen für Unternehmen und Arbeitsmarkt: Auch die regulatorischen Rahmenbedingungen für Unternehmen sind in diesen Ländern als günstig und

der Arbeitsmarkt als flexibel einzustufen. In Großbritannien und den USA tragen darüber hinaus staatlich geförderte Fonds wesentlich zur Erhöhung des Angebots an PE bei.

Herstellung besserer Rahmenbedingungen für PE in Deutschland

Insgesamt wurde in zehn Bereichen Nachholbedarf in Deutschland festgestellt. In jedem dieser Bereiche werden Empfehlungen für konkrete Maßnahmen ausgesprochen.

1. Kapitalmarkt

- Eine kostengünstige paneuropäische Börse für wachstumsstarke Unternehmen sollte im Rahmen der Kapitalmarktintegration in Europa angestrebt werden. Jedoch ist die Rolle der Wirtschaftspolitik hier eher beschränkt, da solche Aktivitäten größtenteils auf privaten Initiativen beruhen.
- Der weitere Ausbau des deutschen Kapitalmarktes sollte unterstützt werden.
- Maßnahmen zur Erhöhung des Vertrauens der Anleger und der Transparenz des Kapitalmarktes sollten weiter implementiert werden.

2. Rentenfinanzierung

- Der Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge sollte weiter vorangetrieben werden, um das Kapitalreservoir für die PE-Branche aufzustocken.

3. Arbeitsmarkt

- Die Deregulierung und die Reduzierung diverser Sozialleistungen während der letzten Jahre sind aus Sicht der PE-Branche als positive Entwicklungen zu beurteilen und sollen weiter verfolgt werden.
- Zu begrüßen ist auch, dass eine Reihe von Maßnahmen bspw. im Kündigungsrecht getroffen wurden, die die Beschäftigung in kleinen Unternehmen fördern sollen, wie es in einigen Ländern (bspw. den USA durch den Small Business Act) schon länger der Fall ist. Zu überlegen ist, ob junge Wachstumsunternehmen nicht noch weitere Erleichterungen erhalten sollen.

4. Deregulierung / Entbürokratisierung

- Der Abbau von „bürokratischen Hemmnissen“ sollte weiter fortgesetzt werden.

5. Anlagegrenzen für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds

- Die quantitativen Grenzen (als Prozentsatz des gebundenen Vermögens) für die Anlagen der Versicherungen sollten weiter liberalisiert (ggf. abgeschafft) werden.

- Die Beschränkung der Anlagen für Pensionsfonds und Versicherungen auf 10% des Grundkapitals des Zielunternehmens behindert das Eingehen wesentlicher Beteiligungen. Diese Grenze sollte daher erweitert (ggf. abgeschafft) werden.

6. Vermögensverwaltung vs. Gewerblichkeit

- Syndizierung sollte nicht zur Einordnung als gewerbliche Tätigkeit führen.
- Die Beratungs- und Betreuungsleistungen der PE-Fonds spielen eine zentrale Rolle für den Erfolg der Investition und sollten nicht zur Gewerblichkeit führen.

7. Verlustverrechnung

- Der Staat muss als stiller Teilhaber auch an den Verlusten partizipieren und ausreichende Möglichkeiten für den steuerlichen Ausgleich sowie Vor- und Rücktrag von Verlusten sicherstellen. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ist ein sofortiger Verlustausgleich zu gewährleisten. Dies führt zu der Forderung, dass soweit ein Verlustrücktrag nicht möglich ist, ein verzinslicher Verlustvortrag zu gewähren ist. Für Verlustverrechnungen, die hinter diesen Kriterien zurück bleiben, können keine betriebswirtschaftlichen Argumente angeführt werden, d.h. Einschränkungen lassen sich nur unter Hinweis auf haushaltspolitische Restriktionen begründen. Inwieweit derartige Restriktionen bestehen, kann von uns nicht konkretisiert werden. Vielmehr ist dies die Aufgabe des Gesetzgebers selbst.
- Als Maßnahme zur Begünstigung sowohl kurzfristig als auch langfristig orientierter Investoren empfehlen wir, dass die Verlustvorträge bei Portfolio-Unternehmen bei unmittelbaren Anteilsübergängen mit dem Kauf oder Verkauf nicht verloren gehen sollten, d.h. die Einschränkungen des Verlustvortrags nach § 8 Abs. 4 KStG sollten auf Missbrauchsfälle begrenzt werden.

8. Gesellschafter-Fremdfinanzierung

- Die Beschränkung der Gesellschafter-Fremdfinanzierung durch § 8a KStG sollte entschärft werden.
- Aus wettbewerbspolitischer Sicht ist zu empfehlen, die Beteiligungsgrenze, ab der die Gesellschafterfremdfinanzierung zur Anwendung kommt, zu erhöhen.
- Die Einführung eines safe haven auch für gewinn- und umsatzabhängige Vergütungen würde die Nutzung hybrider Finanzinstrumente ermöglichen und die Finanzierungssituation der Portfolio-Unternehmen verbessern.
- Aus wettbewerbspolitischer Sicht ist eine Anhebung des Verhältnisses von Eigen- zu Fremdkapital oder Ersetzen der Freigrenze durch einen Freibetrag zu empfehlen.

9. Gleichstellung von Business Angels

- Eine Finanzierung durch den formellen PE-Markt sollte gegenüber einer direkten Unternehmensfinanzierung durch informelles Kapital (Business Angels) nicht begünstigt werden. Die Ungleichbehandlung sollte aus unserer Sicht vermieden werden und es sollte, innerhalb des geltenden Rechts, eine Gleichstellung beider Fälle angestrebt werden.

10. UBGG

- Ohne vorherige detaillierte Prüfung sollten die UBGs keine steuerlichen Vorteile mehr erhalten.
- Es sollte geprüft werden, ob sich das UBGG eignet, in ein Private Equity-Gesetz umgewandelt zu werden, das die oben genannten Empfehlungen erfüllt oder ob es aus politischer Sicht besser ist, die bestehenden Gesetze und Verwaltungsanweisungen anzupassen, bzw. ein komplett neues Gesetz auszuarbeiten. Ziel sollte hierbei sein, mehr Sicherheit, eine bessere Vorhersagbarkeit und ein günstigeres Klima für PE-Fonds i.S. der oben gegebenen Empfehlungen zu gewährleisten.

A Abgrenzungen, Bedeutung und Erfolgsfaktoren – ein Überblick

A.I Definitionen Venture Capital/Private Equity

Es werden verschiedene Definitionen des Begriffs Venture Capital verwendet. In den USA wird Venture Capital üblicherweise enger als in Europa aufgefasst. Es bezeichnet dort eine Teilmenge von Beteiligungskapital (Private Equity) im Sinne von Eigenkapital, das Unternehmen, die nicht an der Börse notiert sind, gewährt wird. Venture Capital bezieht sich in den USA nur auf die Eigenkapitalinvestitionen in der Seed-, Start-up-, und Entwicklungsphase eines jungen Unternehmens. In Europa schließt Venture Capital oftmals noch andere Finanzierungsanlässe, bspw. Management Buy-outs (MBOs) oder Buy-ins (MBIs), mit ein. In Deutschland werden häufig auch die Begriffe Risikokapital und Wagniskapital als Synonyme für Venture Capital benutzt. In der vorliegenden Untersuchung wird Venture Capital im Sinne der o.g. Merkmale (Seed-, Start-up-, und Entwicklungsfinanzierung) als eine Teilmenge von Private Equity im weiteren Sinne definiert. Wenn dagegen Private Equity ohne Venture Capital gemeint ist, wird der Begriff „Private Equity im engeren Sinne“ benutzt.

Die Überlebenswahrscheinlichkeit und die Leistungsfähigkeit von Unternehmen mit vermarktungsfähigen Produkten oder Dienstleistungen hängen wesentlich von zwei Faktoren ab: (i) einer soliden Finanzierung und (ii) dem betriebswirtschaftlichen Know-how. Insbesondere bei Gründungen und jungen Unternehmen in innovativen Branchen, deren Gründer oft Naturwissenschaftler oder Techniker sind, besteht häufig ein Mangel an betriebswirtschaftlichen Kenntnissen und unternehmerischer Erfahrung: Auch die besten Ideen brauchen eine professionelle Umsetzung und Vermarktung, um zu einem unternehmerischen Erfolg zu führen. Hier setzt die klassische Venture Capital-Finanzierung an: Neben einer angemessenen Ausstattung mit Eigenkapital bieten Venture Capital-Gesellschaften professionelle Beratung und Management-Unterstützung. In der Regel beteiligen sie sich an wichtigen strategischen, organisatorischen, finanziellen und personellen Entscheidungen in ihren Portfolio-Unternehmen. Sie helfen bei der Suche nach potenziellen Partnern (Kunden, Lieferanten, qualifizierten Arbeitskräften, weiteren Finanziers etc.). Dieser Aspekt ist auch bei den „Private Equity-Gesellschaften im engeren Sinne“ wichtig, wobei hier der Management-Support typischerweise im Vergleich zu einer reinen Venture Capital-Finanzierung eine geringere Rolle spielt, da die finanzierten Unternehmen bereits etablierter und erfahrener sind. Dagegen sind dort üblicherweise die Finanzierungsvolumina wesentlich größer und die Finanzierungsperioden kürzer (vgl. Ljungqvist und Richardson (2003)).

Private Equity-Gesellschaften sind Intermediäre (Kapitalsammelstellen), die sich von Investoren (Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Unternehmen, Privatpersonen, etc.) Ka-

pital beschaffen. In Deutschland spielen traditionell Banken und Versicherungen eine große Rolle bei der Kapitalbereitstellung. Allerdings stieg in den letzten Jahren der Anteil ausländischer Pensionsfonds an den neu eingeworbenen Fondsmitteln. Das Kapital wird üblicherweise nach Auflegung eines Fonds mit einer festgelegten Fondslaufzeit eingezahlt (geschlossene Fonds). Üblich ist ein Einzahlungsplan, der festlegt, zu welchem Zeitpunkt wie viel des zugesagten Kapitals (Committed Capital) in den Fonds einbezahlt wird. Diese Teilzahlungen sollen dazu beitragen, dass die Kapitalgeber eine gewisse Kontrollmacht über den Fonds haben. Der Anteil des zugesagten Kapitals, der zu einem bestimmten Zeitpunkt einbezahlt wurde, wird als das abgerufene Kapital (Drawn Down Capital) bezeichnet. Es wird vertraglich festgelegt, unter welchen Bedingungen das zugesagte Kapital abgerufen werden kann. Dies ist vor allen dann der Fall, wenn in neue Portfolio-Unternehmen investiert werden soll, oder wenn Folgeinvestitionen in bereits im Portfolio befindliche Unternehmen getätigt werden (vgl. Levin (1998)).

Drei verschiedene Gruppen von Akteuren – Investoren, Initiatoren (Sponsoren[1]) und die Managementgesellschaft - wirken an einem Private Equity-(PE-)Fonds zusammen. Die Investoren stellen das Investitionskapital zur Verfügung, die Initiatoren legen den PE-Fonds auf und die Managementgesellschaft verwaltet die PE-Investitionen. Die Initiatoren des Fonds sind gewöhnlich nur gering am Kapital der von ihnen aufgelegten Fonds beteiligt. Ihr Anteil am Ergebnis des Fonds ist allerdings überproportional groß, weil sie neben dem Kapital noch ihr Spezial-Know-how für die Akquise und Begleitung von Beteiligungen zur Verfügung stellen. Die Entscheidungen werden von ihnen getroffen und die Managementgesellschaft setzt diese lediglich „technisch“ um. I.d.R. bekommt der Initiator beim Erreichen einer festgelegten Mindestverzinsung für die übrigen Gesellschafter (sog. Hurdle Rate) einen Mehrbetrag von gewöhnlich 20% des Gewinns (sog. Carried Interest).

Private Equity-Gesellschaften unterscheiden sich in einer Reihe von Merkmalen, bspw. im Geschäftszweck (Förderung vs. Renditeorientierung), in ihrer Gesellschaftsform, in ihren Kapitalgebern (siehe oben) oder in ihrer Zielgruppe (unterschiedliche Phasen der Unternehmensentwicklung, Branchen oder Regionen). Diese wirken sich auf Finanzierungsvolumen, Art der Finanzierungs- und Kontrollinstrumente sowie Umfang und Qualität der angebotenen Betreuungsleistungen aus.

Obwohl oftmals Minderheitsbeteiligungen bestehen, werden den Private Equity-Gesellschaften normalerweise weitläufige Kontroll- und Mitwirkungsrechte eingeräumt. Anstatt offener Beteiligungen werden in Deutschland häufig typische und atypische stille Beteiligungen eingegangen, insbesondere von Private Equity-Anbietern im Eigentum bzw. mit maßgeblichem Einfluss der öffentlichen Hand. So gehen bspw. Die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG) keine offenen Beteiligungen ein. Stille Gesellschafter

---

[1] Die Begriffe Sponsor und Initiator werden üblicherweise als Synonyme benutzt.

sind prinzipiell am Gewinn und Verlust beteiligt, letzteres kann jedoch auch ausgeschlossen werden. Sie haben bei der typischen stillen Gesellschaft Anspruch auf Rückzahlung der Einlage zum Nominalwert, bei der atypischen stillen Gesellschaft sind sie auch an den stillen Reserven und den Vermögenszuwächsen des Unternehmens beteiligt. Bei stillen Beteiligungen wird i.d.R. ein laufendes Entgelt vereinbart, das sich aus einer fixen und einer variablen, gewinnabhängigen Komponente zusammensetzt. Einige Private Equity-Gesellschaften vereinbaren aber auch Verlängerungsoptionen sowie Umwandlungsmöglichkeiten in langfristige Darlehen. Manche Private Equity-Gesellschaften investieren zusätzlich zu direkten oder stillen Beteiligungen auch über eigenkapitalähnliche Darlehen. Wandelbare Finanzierungsinstrumente (bspw. Wandelanleihen, Wandelgenussscheine, wandelbare Vorzugsaktien) spielen in Deutschland im Unterschied zu den USA nur eine untergeordnete Rolle.

A.II Bedeutung von PE bei der Innovations- und Mittelstandsförderung

Zunehmend werden zu niedrige Eigenkapitalquoten mittelständischer Unternehmen in Deutschland thematisiert. Diese sind auf die Besonderheiten des deutschen Insolvenzrechts, des Finanzierungs- und Steuersystems, insbesondere das Hausbankprinzip sowie relativ hohe Rückstellungen und stille Reserven zurückzuführen. Neben Unternehmen in Gründungsphasen und Krisensituationen sahen sich insbesondere innovierende Unternehmen und Unternehmen im Generationenwechsel auch bisher schon mit Eigenkapitalmangel und daraus resultierenden Finanzierungsproblemen konfrontiert.

Der Strukturwandel im Finanzsektor, der Wegfall der Gewährträgerhaftung bei Landesbanken und Sparkassen, das schlechte konjunkturelle Umfeld und die Änderungen, die sich im Zusammenhang mit Basel II und Solvency II ergeben (siehe Kapitel A.IV), erschweren jedoch zunehmend den Zugang von breiteren Kreisen mittelständischer Unternehmen zum Finanzmarkt. Eine Erhöhung der bislang geringen Eigenkapitalquote wird in Zukunft wahrscheinlich notwendig sein. Sofern die erforderlichen Mittel nicht aus dem Cashflow erwirtschaftet werden können, muss auf die externe Zufuhr von Eigenkapital zurückgegriffen werden. Für die meisten Mittelständler kommt die Aufnahme externen Eigenkapitals über die Ausgabe börsennotierter Unternehmensanteile nicht in Frage, da die Kosten eines Börsengangs prohibitiv hoch sind. Daher muss i.d.R. auf Private Equity oder informelles Beteiligungskapital zurückgegriffen werden. Informelles Beteiligungskapital stammt von sog. Business Angels sowie aus dem näheren Umfeld der Unternehmer (Familienangehörige, Freunde). Ferner sind Mitarbeiterkapitalbeteiligungen als mögliche zusätzliche Kapitalquelle zu nennen. Die letztgenannten Kategorien können allerdings nicht den Anforderungen des breiten Mittelstandes gerecht werden und werden aus diesem Grund im Folgenden nicht detaillierter diskutiert.

Insbesondere junge innovative Unternehmen sind auf Private Equity-, ggf. Venture Capital-Finanzierung oft angewiesen, da sie meistens nur in geringem Umfang über besicherungsfähige Vermögenswerte verfügen und aus diesem Grund häufig keinen Kredit erhalten, auch wenn sie bereit sind, einen verhältnismäßig hohen Zinssatz zu zahlen. So manifestieren sich ihre Firmenwerte in erster Linie nicht in physisch vorhandenen Kapitalgütern, sondern sind im Wesentlichen auf das geistige Potenzial der Gründerpersönlichkeit und ein von ihr aufgestelltes Produktkonzept zurückzuführen. Erst im Zuge der Umsetzung einer innovativen Idee kommt es zur Entwicklung eines vermarktungsfähigen Produkts. Während dieser Phase der Gründung und Entwicklung eines Konzeptes haben junge innovative Unternehmen keine oder nur sehr geringe Einkünfte, die zur Bedienung von Krediten herangezogen werden könnten. Die Finanzierung von jungen innovativen Unternehmen aber ist eine langfristige Investition, deren Ertrag nicht in laufenden Dividenden, sondern zum größten Teil in Form von Wertsteigerungen am Ende einer längeren Aufbauphase anfällt. Vor dem Hintergrund der spezifischen Charakteristika einer solchen Investition ist die Finanzierung über den traditionellen Kapitalmarkt häufig nicht praktikabel. Als einen weiteren Grund für eine systematische Benachteiligung von kleinen und jungen Unternehmen bei der Aufbringung von externem Fremdkapital führt Gerke losgrößenabhängige Bankkonditionen an (vgl. bspw. Gerke (1995)). Darüber hinaus haben die Kapitalnachfrager einen Informationsvorsprung in der Beurteilung der zukünftigen Erträge, die mit den angestrebten Innovationen verbunden sind.

Die Ergebnisse empirischer Analysen auf Unternehmensebene bestätigen diese Überlegungen (vgl. Mittelstandsmonitor (2004), Czarnitzki (2002), Engel et al. (2004)). Die Untersuchungen deuten darauf hin, dass Unternehmen mit hohen Ausgaben für Forschung und Entwicklung bei der Aufnahme externen Kapitals stärker eingeschränkt sind als nicht innovierende Unternehmen. Dies gilt in höherem Maße für kleine als für größere Unternehmen.

Aktuelle Untersuchungen des Instituts für Mittelstandsforschung (vgl. Kokalj et al. (2003)) und einer von der KfW geleiteten Arbeitsgruppe „Eigenkapital für den breiten Mittelstand“ (KfW (2003)) konstatieren ein erhebliches Defizit im Angebot an Private Equity für etablierte mittelständische Unternehmen. Der Grund ist, dass sich die Kapitalgeber in diesem Bereich nur an bestimmten Segmenten des Marktes orientieren. Das Angebot der erwerbswirtschaftlichen Private Equity-Gesellschaften ist auf das Segment junger, schnell wachsender Unternehmen (Venture Capital-Segment) einerseits und vor allem großer Transaktionen andererseits beschränkt. Ferner kommt auch ein qualitativer Mismatch zwischen den Wünschen mittelständischer Kapitalnehmer und den angebotenen Beteiligungen von Private Equity-Gesellschaften zum Ausdruck: Das Private Equity-Geschäft ist auf die intensive Kontrolle und Betreuung von einzelnen Beteiligungen ausgerichtet, während der Mittelstand häufig an Beteiligungskapital mit geringen Mitspracherechten interessiert ist

und darüber hinaus keiner operativen Unterstützung und laufenden intensiven Kontrolle bedarf oder diese erwünscht (vgl. Engel et al. (2004)).

Neben privatwirtschaftlichen Private Equity-Gesellschaften stellen auch die Beteiligungsgesellschaften der Sparkassen und Landesbanken sowie die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG) den mittelständischen Unternehmen Kapital bereit. Die MBG sind vorwiegend im Bereich kleiner Volumina tätig. Darüber hinaus refinanzieren sie sich häufig durch das ERP-Beteiligungsprogramm der KfW, das die Höhe des Beteiligungsentgelts auf 12% p.a. der Beteiligungssumme im Durchschnitt der vereinbarten Beteiligungsdauer limitiert. Im Rahmen des ERP-Beteiligungsprogramms ist lediglich eine 75%-ige Refinanzierung der Beteiligung (bis max. 500.000 €) möglich. Aufgrund dieser Struktur werden Beteiligungen, die wegen ihrer Risiken eine höhere Rendite erfordern, von den MBG nicht eingegangen. Die Sparkassen und Landesbanken verfolgen häufig Ziele der regionalen Wirtschaftsförderung und stellen in diesem Rahmen oft auch geringere Anforderungen an die Rendite von Investments (vgl. Weber und Dierkes (2002)).

Der breite Mittelstand – von der Arbeitsgruppe „Eigenkapital für den breiten Mittelstand" als gereifte Unternehmen, i.d.R. aus der Old Economy stammend, mit stetigem, aber moderatem Unternehmenswachstum und mäßigem Wertsteigerungspotenzial charakterisiert – wird bislang von den o.g. Anbietern nicht abgedeckt. Verschiedene Modelle der Unterstützung der Private Equity-Finanzierung in diesem Bereich, die auf Initiativen der KfW zurückzuführen sind und eine partielle Absicherung sowie ggf. Finanzierung durch öffentliche Mittel gewährleisten sollen, befinden sich derzeit in der Vorbereitung. Hierbei wird verstärkt auf die Mezzanine-Finanzierung zurückgegriffen. Bereits am Markt befindet sich ein im Jahr 2002 gemeinsam von der KfW und der IKB aufgelegter bundesweit operierender Mezzanine-Fonds, der explizit auf das o.g. Segment von Unternehmen des größeren Mittelstandes zielt (vgl. Engel et al. (2004)).

A.III Literaturüberblick: Typische Erfolgsfaktoren von PE-Aktivitäten

Existierende Unterschiede in der Größe, Struktur und Entwicklung der nationalen Märkte für Private Equity können ursächlich auf einzelne Bestimmungsfaktoren der Nachfrage- und Angebotsseite zurückgeführt werden. Das Angebot von Private Equity resultiert aus dem Gewinnstreben der Investoren, die ihre verfügbaren Finanzmittel zu diesem Zweck in PE-Fonds anlegen. Dem Angebot an Kapital steht die Nachfrage nach Investitionsmitteln zur Finanzierung einer Unternehmensgründung, Expansion oder anderer Anlässe gegenüber. Die Interaktion zwischen beiden Marktseiten kann durch die gezielte Gestaltung wirtschaftspolitischer Maßnahmen beeinflusst werden. So kann bspw. die Senkung des Kapitalertragsteuersatzes eine sowohl auf das Angebot als auch die Nachfrage stimulierende Wirkung entfalten.

Die Arbeit konzentriert sich im Wesentlichen auf die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen. Es existieren jedoch auch andere bedeutende Faktoren, welche zur Erklärung der Unterschiede zwischen verschiedenen Ländern beitragen können. Diverse makro- und mikroökonomische Standortfaktoren und Investitionskriterien, die nicht spezifisch die Private Equity-Branche betreffen, beeinflussen wesentlich die Investitionsentscheidungen in der Private Equity-Branche. In diesem Abschnitt sollen die wichtigsten Faktoren auf der Basis vorhandener Literatur aufgezeigt werden.

A.III.1 Kapitalmarkt

Private Equity-Gesellschaften übernehmen in der Regel Anteile oder Aktien nicht börsennotierter Gesellschaften für einen gewissen Zeitraum, meistens 3 bis 7 Jahre. Danach scheidet die Private Equity-Gesellschaft aus dem Unternehmen aus und verkauft ihre Anteile. Die Gewinne aus der Veräußerung stellen i.d.R. die einzigen Erlöse der Private Equity-Gesellschaft dar, da üblicherweise (bei offenen Beteiligungen) keine Dividenden oder andere Zahlungen während der Laufzeit des Engagements geleistet werden. Der Erfolg oder Misserfolg von Private Equity-Gesellschaften ist daher von der Existenz geeigneter Exit-Kanäle abhängig. Die Rolle des Exits und der in Deutschland zur Verfügung stehenden Exit-Kanäle wird in Kapitel D diskutiert.

In der Literatur wird der Börsengang (Initial Public Offering = IPO) als der ertragreichste Exit-Kanal angesehen (vgl. Lerner (1994), Bascha und Walz (2001), Cumming und MacIntosh (2001), Darby und Zucker (2002), Venture Economics (1988) sowie Bygrave und Timmons (1992)). Venture Economics (1988) zufolge erwirtschaften Private Equity-Gesellschaften bei einem Börsengang ihres Portfolio-Unternehmens eine Rendite von knapp 60 Prozent p.a. auf das in diesem Unternehmen investierte Kapital. Dagegen erreichen Private Equity-Gesellschaften bei einem Verkauf des Unternehmens an ein anderes Unternehmen nur eine Rendite von 15 Prozent p.a. Obwohl der IPO als Exit-Kanal einen eher geringeren Anteil hat (laut Cumming und MacIntosh (2003b) sind es zwischen 20 und 35% in den USA und Kanada, in Deutschland waren es laut dem Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2004) im Zeitraum von 1998 bis 2000, der Boom-Periode des Neuen Marktes, knapp 12% der gesamten Exits), trägt er in der Regel am meisten zum Gewinn der Private Equity-Gesellschaften bei. In den USA kommen durchschnittlich ca. 40% der Einnahmen der Private Equity-Gesellschaften aus diesem Exit-Kanal (vgl. Gompers und Lerner (1999a)). Bedauerlicherweise liegen diesbezüglich für Deutschland keine Daten vor.

Die Existenz eines liquiden Marktes für Aktienemissionen wirkt stimulierend auch auf die *Nachfrage* nach Private Equity. Erstens bieten sich mit der Möglichkeit des Börsengangs auch profitable Ausstiegsoptionen für den Gründer / Unternehmer. Im Zuge eines IPOs fließt, zweitens, dem Unternehmen selbst i.d.R. mehr frisches Kapital bei einem Verkauf

an einen industriellen oder finanziellen Investor. Somit kann sich das Unternehmen durch Aktienausgabe Mittel beschaffen, um weiteres Wachstum zu finanzieren, was sich wiederum positiv auf die Gründungsentscheidung, bzw. die Aufnahme externer Partner auswirkt. Drittens kann der Unternehmer / Gründer beim IPO die Kontrolle über sein Unternehmen von der Private Equity-Gesellschaft wieder erlangen. Deswegen bevorzugt er üblicherweise einen Börsengang gegenüber einem Verkauf an einen strategischen Investor. Gerade die deutschen Mittelständler bleiben gerne „Herr im Hause" anstatt ihr „Werk" an ein anderes Unternehmen zu verkaufen.

Auch die positiven Auswirkungen eines liquiden IPO-Marktes auf das *Angebot* von Private Equity sind bedeutend. Jeng und Wells (2000) finden einen signifikanten Einfluss der Größe des IPO-Marktes auf den Kapitalzufluss in den Private Equity-Markt. Auch allgemein wird ein Zusammenhang zwischen dem Entwicklungsstand der Kapitalmärkte und wirtschaftlichem Wachstum gesehen (siehe bspw. Greenwood und Smith (1997) sowie Levine (1997)). Firmen in Ländern mit weit entwickelten Finanzmärkten haben eine stärkere Möglichkeit von Wachstumschancen zu profitieren (vgl. Rajan und Zingales (1998) sowie Wurgler (2000)).

Die Leistungsfähigkeit der Aktienmärkte ist im Hinblick auf eine effiziente Funktionsweise des Marktes für Private Equity und insbesondere in Bezug auf die Investitionstätigkeit in späteren Finanzierungsphasen von entscheidender Bedeutung. Dies ist durch empirische Evidenz belegt. Black und Gilson (1998) formulieren die These, dass die Existenz eines Aktienmarktes, an dem junge Unternehmen Kapital durch Ausgabe ihrer Anteile akquirieren können, ein zentrales Element eines funktionstüchtigen Private Equity-Marktes ist. Als Beweis führen Black und Gilson an, dass Länder mit weit entwickelten Aktienmärkten (bspw. USA, Großbritannien und Irland) eine im Vergleich zu ihrem BIP größere Private Equity-Branche als Länder mit schwächeren Aktienmärkten (bspw. Deutschland und Japan) haben. Ähnlich argumentiert auch Milhaupt (1997) beim Vergleich zwischen USA und Japan.

Dabei bedingen sich der Entwicklungsstand der Kapitalmärkte und die für Private Equity erreichbare Marktgröße wechselseitig. Während ein funktionierender Kapitalmarkt mit einer hohen Transparenz und niedrigen Transaktionskosten zu einer Erleichterung von Börsengängen - als einer im Hinblick auf die Renditeerwartungen attraktiven Möglichkeit für die PE-Fonds zur Desinvestition - führt und damit potenziellen Investoren, bzw. Unternehmern einen stärkeren Anreiz für die Bereitstellung von Eigenkapital, bzw. zum Schritt in die Selbstständigkeit bietet, bedingt das Wachstum im Markt für Private Equity eine größere Anzahl von Erstnotierungen. Der Kreis schließt sich, indem mit einer steigenden Anzahl von Börseneinführungen existierende Marktstandards weiterentwickelt werden, der Kapitalumschlag sich erhöht und damit schließlich die Liquidität zu Gunsten der Anleger zunimmt.

A.III.2 Art der Rentenfinanzierung

In Ländern wie den USA, Großbritannien oder Schweden spielen kapitalgedeckte Renten eine bedeutende Rolle. Gleichzeitig ist in diesen Ländern die PE-Finanzierung stark verbreitet. Dies ist ein Indiz dafür, dass ein Teil des Mittelaufkommens auch dem PE-Markt zukommt. In diesen Ländern gehören für die Private Equity-Gesellschaften Pensionsfonds zu den größten Kapitalanlegern. Durch die Pensionsfonds wird in nicht unerheblichem Maße zusätzliches Kapital für außerbörsliche Finanzierungen bereitgestellt. Die Kosten der Kapitalakquisition sind dabei vergleichsweise gering. Zusätzlich sind Kosteneinsparungen bei der Ausübung der Informationspflicht gegenüber nur wenigen Investoren großer Pensionsfonds möglich (vgl. Jeng und Wells (2000)). Jeng und Wells (2000) führen im Rahmen einer empirischen Studie den Nachweis, dass private Pensionsfonds tatsächlich einen positiven Einfluss auf das Angebot von Private Equity über die Zeit hinweg haben. In den USA ist es im Markt für Venture Capital zwischen 1978 und 1982 zu einer Erhöhung der jährlichen Kapitalzuflüsse von 300 Mio. USD auf 6 Mrd. USD gekommen. Der wichtigste Grund hierfür war eine Änderung der für die Pensionsfonds geltenden Rahmenbedingungen im Jahr 1979: Den Pensionsfonds war es fortan möglich, bis zu 15 Prozent ihrer Aktiva in hochriskante Investitionen - inklusive Venture Capital - zu investieren. Der positive Einfluss dieser Änderung wird in mehreren anderen Studien erörtert (siehe bspw. Gompers und Lerner (1999)).

Private Equity-Gesellschaften können bei Pensionsfonds größere Summen innerhalb kurzer Zeit akquirieren (vgl. Jens und Wells (2000)). Ferner liefern die Ergebnisse von Mayer et al. (2004) Belege für risikoaverses Verhalten der Pensionsfonds. Sie analysieren die Beziehung zwischen der Struktur der Kapitalgeber der Private Equity-Fonds und ihrer Investitionsstrategie und kommen zum Ergebnis, dass, wenn Pensionsfonds als Kapitalgeber auftreten, Private Equity-Fonds eher in spätere Phasen investieren. Beide Argumente, die Akquise größerer Kapitalsummen binnen kurzer Zeit und das risikoaverse Verhalten der Pensionsfonds, sprechen dafür, dass reine Venture Capital-Finanzierung im Vergleich zu Spätphasenfinanzierung und Finanzierung besonderer Anlässe weniger stark auf die Änderungen beim Pensionsfondsaufkommen reagieren sollte.

Als ihr größter Eckpfeiler stützt sich die in Deutschland praktizierte Altersvorsorge nahezu ausschließlich auf das staatliche, nach dem Umlageverfahren organisierte Rentenversicherungssystem.[2] Damit kommt es nicht zu einer Sammlung von Kapital, das auf dem Kapitalmarkt für investive Zwecke bereitstehen könnte. Auch werden dabei die Deckungsmittel für die betriebliche Altersvorsorge als die direkte Ruhegeldzusage des Arbeitgebers an den Arbeitnehmer gewöhnlich nicht auf den Kapitalmarkt gelenkt, sondern verbleiben v.a. aus

---

2 Etwas anderes gilt für die Berufsständischen Versorgungswerke. Diese werden im Wege des Kapitaldeckungsverfahrens finanziert. Eine Kapitalanlage in Private Equity-Fonds findet jedoch in nennenswertem Umfang nicht statt (siehe Gerke (1995)).

handels- und steuerrechtlichen Überlegungen heraus in Form von Pensionsrückstellungen im Unternehmen.

Unter diesem Gesichtspunkt sind die Aktivitäten der letzten Jahre, die auf den Ausbau der kapitalgedeckten betrieblichen und privaten Altersvorsorge in Deutschland gerichtet sind, ein wichtiger Schritt auf dem Weg zur Erschließung neuer Kapitalquellen für Private Equity-Fonds (vgl. Schröder und Tykvová (2002)).

A.III.3 Besteuerung

In der Unternehmens- und Personenbesteuerung bestehen im internationalen Vergleich beträchtliche Unterschiede. Hieraus können u.a. auch Einflüsse auf das Nachfrage- und Angebotsverhalten auf dem Markt für Private Equity resultieren. Auf der Angebotsseite sind es insbesondere die Investoren und Initiatoren, deren Besteuerung im späteren Verlauf der Studie detailliert dargestellt wird, auf der Nachfrageseite die Unternehmen bzw. ihre Gründer und Eigentümer betroffen. Gerade die Entscheidung der Unternehmensgründer, eine sichere Beschäftigung zugunsten einer ungewissen unternehmerischen Karriere aufzugeben, kann nicht unabhängig von steuerlichen Überlegungen betrachtet werden. Dabei ist nicht nur das zu einem Zeitpunkt geltende System, sondern auch dessen Stabilität bzw. Vorhersagbarkeit von Bedeutung.

Es ist durch empirische Evidenz belegt, dass die Ausgestaltung des Steuersystems einen Einfluss auf den Markt für Private Equity hat. Für Poterba (1989) gilt dies jedoch hauptsächlich für das Entscheidungsverhalten auf der Nachfrageseite, entweder eine unternehmerische Karriere zu beginnen oder in der Unselbständigkeit zu verharren: Unzureichende Möglichkeiten für einen steuerlichen Ausgleich der in den frühen Finanzierungsphasen anfallenden Verluste bei der Einkommen- und Körperschaftsteuer bremsen die Gründungsaktivität in Deutschland. Cullen und Gordon (2002) untersuchen den Einfluss der Steuerpolitik auf unternehmerische Aktivität und finden heraus, dass progressive Besteuerung (Einkommen- und Körperschaftsteuer) die Anreize zu Risikoübernahme und Unternehmertum stark reduziert. Gompers und Lerner (1999) kommen zu dem Ergebnis, dass eine niedrigere Kapitalertragsteuer mit höheren Kapitalzuflüssen für die Private Equity-Branche verbunden ist. Da Rin et al. (2004) belegen in einer empirischen Untersuchung von 14 europäischen Ländern, dass eine Senkung der Kapitalertragsteuer den Anteil von High-Tech- und Frühphasenfinanzierung erhöht. Der Einfluss der Höhe des Kapitalertragsteuersatzes dürfte in Deutschland etwas geringer als in den meisten anderen Ländern sein, da hierzulande das Carried Interest nicht, wie sonst üblich, unter die Kapitalertrag- sondern unter die Einkommensteuer fällt. Eine detaillierte Analyse der steuerlichen Rahmenbedingungen in Deutschland, bzw. in wichtigen Konkurrenzmärkten erfolgt in Kapitel B.II.2, bzw. C.II.2.

In einer theoretischen Arbeit zeigen Keuschnigg und Nielsen (2003), dass eine Erhöhung der Körperschaftsteuer die Zahl der Unternehmensgründer reduziert, während ein Anstieg der Lohnsteuer positiv auf das Gründungsniveau wirkt, indem es die Opportunitätskosten einer abhängigen Beschäftigung senkt.

A.III.4 Institutionelle Umgebung: Rule of Law and Enforcement

Eine entscheidende Bedeutung für alle an den PE-Märkten beteiligten Akteure hat die institutionelle Umgebung, die ihren Aktionsspielräumen verbindliche Grenzen setzt. In wegweisenden Arbeiten haben La Porta et al. (1997) und (1998) den gesetzlichen Investorenschutz in 49 Ländern anhand multipler Kriterien bewertet und herausgefunden, dass Investoren in den angelsächsischen „Common-Law"-Staaten am effektivsten gesetzlich geschützt sind. Ausreichend geschützt sind Investoren in Systemen nach skandinavischer Prägung und wenig geschützt in Ländern mit einem „Civil-Law"-System französischen und deutschen Ursprungs. Die untersuchten gesetzlichen Regelungen betreffen u.a. die Ausgestaltung des Stimmrechts sowie des Dividendenrechts der Aktionäre und deren Durchsetzbarkeit, die Kompetenzen und Pflichten der verschiedenen Organe von Aktiengesellschaften sowie die Klagemöglichkeiten von Aktionären gegen die Unternehmensleitung und etwaige Mehrheitsaktionäre. Ein besserer Investorenschutz garantiert, den Autoren zufolge, effizientere Finanzmärkte. Ihre Untersuchung ergab, dass ein guter Investorenschutz eine bedeutende Determinante für die Liquidität der Kapitalmärkte ist. Länder mit schwachem gesetzlichem Investorenschutz weisen signifikant kleinere und weniger liquide Aktien- und Bondmärkte auf.

Johnson et al. (2000) argumentieren, dass in „Common-Law"-Systemen die Rechtsgrundsätze i.d.R. der Rechtsprechung entstammen und auf allgemeinen Prinzipien wie der Treuepflicht und Fairness basieren. Diese Grundsätze werden durch die Richter ausgelegt und fallspezifisch angewandt. Die Beteiligten in diesen Systemen halten sich üblicherweise an diese Prinzipien, um nicht in Konflikt mit der Rechtsprechung zu geraten. In „Civil-Law"-Systemen kommt es dagegen unvermeidbar dazu, dass bestimmte Gesetzeslücken und rechtliche Grauzonen existieren, da zwangsläufig nicht sämtliche Details gesetzlich geregelt sein können. Diese Lücken können dann, unbeabsichtigt vom Gesetzgeber, so lange ausgenutzt werden, bis eine neue gesetzliche Regelung geschaffen wird, die dies verhindert.

La Porta et al. (2002) untersuchen in einer breit angelegten empirischen Studie die Effekte des bestehenden gesetzlichen Schutzes von Minderheitsaktionären und der Höhe der Kapitalbeteiligung eines kontrollierenden Aktionärs auf die Bewertung von Unternehmen durch die Kapitalmärkte. Hierbei bestätigen sie eine signifikant höhere Bewertung von Unternehmen in Ländern mit ausgeprägtem rechtlichem Schutz von Aktionärsminderheiten sowie eine weniger signifikante positive Korrelation der Bewertung mit der Höhe der Kapi-

talbeteiligung des Kontrollaktionärs. Es ist davon auszugehen, dass Investoren am Kapitalmarkt ihre Bereitschaft zur Finanzierung von Unternehmen und die Konditionen dieser Finanzierung an Erwartungen über die Rückflüsse aus diesen Investments knüpfen. Diese Rückflüsse sind umso höher, je weniger Möglichkeiten der Kontrollaktionär hat, sich privat aus dem Vermögen des Unternehmens zu bereichern. Durch gesetzliche Regelungen sind diese Möglichkeiten einzuschränken, wodurch die Wertpapiere höhere Preise am Markt erzielen. Dies wiederum macht die Refinanzierung über den Kapitalmarkt attraktiver, so dass die Liquidität zunimmt und die Bewertungen sich erhöhen.

Djankov et al. (2002) analysieren die Schnelligkeit und Effizienz der Gerichte in 109 Ländern. Sie finden heraus, dass generell in „Common-Law"-Staaten weniger Formalitäten als in „Civil-Law"-Staaten notwendig sind. Mehr Formalitäten sind wiederum mit längeren Vorgehen, mehr Korruption, weniger Konsistenz, Ehrlichkeit und Fairness verbunden. Deutschland stellt sich hierbei schlechter als Großbritannien, USA, Frankreich, Japan und die meisten skandinavischen Länder dar.

An diese Arbeiten knüpfen Berkowitz et al. (2003) an. Sie errechnen einen Legalitätsindex, der sich aus fünf diversen Kriterien (Effizienz der Justiz, Rule of Law, Korruption, Risiko der Enteignung und Risiko eines Vertragsverstoßes) zusammensetzt. Diese von Berkowitz et al. (2003) entwickelte Variable benutzen Cumming und Walz (2004) für die Erklärung weltweiter Unterschiede in den Renditen von PE-Anlagen. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass der Legalitätsindex einen signifikanten Einfluss auf den Erfolg der PE-Investitionen hat. Länder mit einem höheren Wert dieses Indexes sind aus Sicht der Investoren attraktiver. Dort erzielen nämlich PE-Fonds höhere Renditen. Im Hinblick auf den Legalitätsindex stellt sich Deutschland im internationalen Vergleich besser als Frankreich und schlechter als die USA und skandinavischen Länder dar und befindet sich auf etwa gleichem Niveau wie Großbritannien und Japan.

A.III.5 Regulatorische Rahmenbedingungen für die Investoren

Die Regulierung der tatsächlichen und potenziellen Kapitalgeber der PE-Branche stellt eine wichtige Determinante für die Höhe und die Struktur des PE-Aufkommens dar. Die Grundprinzipien der Regulierung von Pensionsfonds, Investmentfonds, Banken und Versicherungsgesellschaften unterscheiden sich wesentlich in den verschiedenen Ländern. Einige Länder stützen sich auf ein sog. Sorgfaltsprinzip (Prudent man rule), während andere Länder quantitative Anlagebeschränkungen einführen. Beim Sorgfaltsprinzip haben Fondsmanager eine relativ große Freiheit in der Wahl der Anlagen, solange diese ausreichend diversifiziert sind. Viele Länder (u.a. auch Deutschland) haben in den letzten Jahren ihre restriktive Politik in unterschiedlichem Maße liberalisiert. Die Regulierung der Kapitalgeber in Deutschland, bzw. in wichtigen Konkurrenzmärkten wird ausführlich in Kapitel B.II.1, bzw. C.II.1 diskutiert.

Davis (1998) vergleicht 19 Länder mit unterschiedlichen Systemen der Regulierung der Pensionsfonds. Er stellt fest, dass in den Ländern, in denen die Regulierung auf einem Sorgfaltsprinzip beruht, mehr in risikoreiche Anlagen investiert wird und daher höhere Erträge erzielt werden als in den Ländern, die sich auf quantitative Beschränkungen verlassen (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1: Rendite und Zusammensetzung eines Portfolios bei verschiedenen Arten von Regulierung der Pensionsfonds (alle Angaben in %)

	Rendite (1984-93, p.a.)	Zusammensetzung des Portfolios			
		Aktien (1994)	*Renten (1994)*	*Bargeld und Depositen (1994)*	*Immobilien (1994)*
Sorgfaltsprinzip	9,5	49	38	7	5
Quantitative Beschränkungen	6,9	16	63	12	8

Quelle: Davis (1998).

A.III.6 Regulatorische Rahmenbedingungen für die Unternehmen

Eine aktuelle Studie der Weltbank (2004) vergleicht 145 Länder hinsichtlich verschiedener Kriterien in Bezug auf regulatorische Rahmenbedingungen für Unternehmen. Betrachtet werden bspw. der Kosten- und Zeitaufwand für eine Unternehmensgründung und Registrierung oder der Regulierungsgrad des Arbeitmarktes. Die Registrierung eines Unternehmens ist in Europa mit ungleich mehr Zeit und Kosten verbunden als in den USA. Innerhalb der EU findet man nach dieser Studie die besten Bedingungen für eine leichte Aufnahme der unternehmerischen Tätigkeit in Großbritannien, Irland, Schweden, Luxemburg und Dänemark, außerhalb der EU in den USA, Kanada, Neuseeland und Australien. Am ungünstigsten sind die in Mittel- und Osteuropa sowie den Mittelmeerländern vorgefundenen Bedingungen einzustufen. Deutschland rangiert zwischen Platz 21-29[3] und befindet sich somit hinter anderen europäischen Ländern und den USA sowie Japan.

Im Kontext von innovativen Unternehmensgründungen bildet der Schutz des geistigen Eigentums ein besonderes Element, von dem bedeutende Impulse auf das Innovationsstreben in einem Land ausgehen können. Das europäische Patentrecht ist im Allgemeinen sehr komplex, die Prozeduren umfangreich und ihre Befolgung sehr kostspielig. National vergebene Patente koexistieren neben einem europaweit vergebenen Patent. Nach einer Schätzung der Europäischen Kommission (1998) beantragen etwa zwei Drittel der 170.000 eu-

3 Die Weltbank hat nur eine detaillierte Liste der 20 Staaten, die am besten abgeschnitten haben, veröffentlicht, so dass man die genaue Position Deutschlands nicht erkennen kann.

ropäischen klein- und mittelständischen Unternehmen für Innovationserfolge keinen Patentschutz aufgrund des mit der Beantragungsprozedur verbundenen Aufwands.

A.III.7 Arbeitsmarktrigiditäten

Ein relativ hohes Lohnniveau und ein dicht geknüpftes soziales Netz stellen zwei weitere für die Existenzgründung wesentliche Faktoren dar, welche die Anreize zur Eigeninitiative signifikant mindern. Dubini (1988) führt in einer empirischen Untersuchung den Nachweis an, dass der Unternehmergeist in einer Region mit einem vergleichsweise niedrigen Wohlstandsniveau sehr viel stärker ausgeprägt ist als in anderen, reicheren Regionen. Dabei beeinflusst die Höhe des Lohnniveaus die Entscheidung zur Selbständigkeit in zweifacher Hinsicht. Um eine unternehmerische Tätigkeit zu beginnen, verzichtet der Existenzgründer auf die Fortführung eines sicheren Beschäftigungsverhältnisses. Der Anteil von Arbeitslosen und fachlich nur gering qualifizierten Arbeitskräften an den Gründern ist dabei nur gering (siehe Kulicke (1987) sowie Storey und Tether (1996)). Arbeitsverhältnisse im Bereich qualifizierter Tätigkeiten sind dagegen hoch dotiert. Je höher aber die Vergütung und je umfangreicher die mit dem Beschäftigungsverhältnis assoziierte soziale Absicherung ist, umso weniger werden Persönlichkeiten mit einem großen Potenzial zu einer Unternehmensgründung geneigt sein, den Schritt in eine unsichere Selbständigkeit zu wagen.

Gleichzeitig aber wird durch die Höhe der Löhne die Flexibilität des potenziellen Existenzgründers auch in seiner Funktion als Unternehmer und Arbeitgeber eingeschränkt. Zur Gewinnung qualifizierter Mitarbeiter müssen Firmengründer kompetitive Löhne anbieten. Hohe Lohnkosten stellen unmittelbar einen Kostenfaktor und damit eine zusätzliche Belastung für die Liquidität der neuen Firma dar. Allerdings ist zu konstatieren, dass die empirische Forschung ganz im Gegenteil einen positiven Zusammenhang zwischen Lohnniveau und Gründertätigkeit herleitet. Das Lohnniveau wird dann als ein Indikator für Qualifikation und Humankapital der an einem Standort verfügbaren Arbeitskräfte interpretiert. Die Ergebnisse zahlreicher empirischer Arbeiten lassen erkennen, dass das Lohnniveau bei der Standortwahl innovativer Unternehmen in der Tat lediglich eine untergeordnete Rolle spielt, während die Verfügbarkeit qualifizierter Fachkräfte als ein kritischer Faktor für den Gründungserfolg angesehen wird (siehe u.a. für einen Überblick Nerlinger (1998)) .

Insbesondere vor dem Hintergrund existierender Kündigungsschutzregelungen und ihrer Ausweitung auch auf Kleinunternehmen sind Personalkosten als ein Fixkostenfaktor anzusehen und können in wirtschaftlichen Notzeiten zu finanziellen Engpässen führen oder diese verstärken. Regulierungen des Arbeitsmarktes sollen die Beschäftigten typischerweise vor willkürlichen, unfairen oder diskriminierenden und nach dem Maßstab der Verhältnismäßigkeit allgemein unzumutbaren Handlungen auf Seiten der Arbeitgeber schützen. Dabei besteht jedoch die Gefahr, dass für das Unternehmen selbst die effektiven Kosten

der Beschäftigung und der Anpassung im Beschäftigungsniveau steigen. Die Begründung des Kündigungsschutzes trägt damit zu einer kurzfristigen Reduktion der Arbeitslosigkeit bei. Vor dem Hintergrund der gesetzlichen Lage werden Arbeitgeber dann aber zögern, neue Beschäftigungsverhältnisse einzugehen, wenn sie auf wirtschaftliche Notzeiten nur unflexibel sowohl im Beschäftigungsniveau als auch bei den Löhnen reagieren können. Langfristige Folge dieser Maßnahme ist dann eine Zunahme der Arbeitslosigkeit (siehe Lazear (1990) sowie Addison und Grosso (1998)).

Über die in Kapitel A.III.6 diskutierten bürokratischen Hemmnisse der Unternehmensgründung werden unternehmerische Misserfolge im internationalen Vergleich unterschiedlich sanktioniert: Auch wenn das Scheitern einer Unternehmensgründung angesichts des hohen Risikos in gewissem Maße als normale Erscheinung des Wirtschaftslebens betrachtet werden muss, ist den Unternehmern in Europa oftmals der Weg zu einer zweiten Chance verbaut. Dies wirkt schon im Vorhinein abschreckend, indem das Drohbild der Konsequenzen jede Initiative zur Existenzgründung schon im Keim erstickt. Im Regelfall ist es darüber hinaus in Europa und insbesondere in Deutschland auch auf dem regulären Arbeitsmarkt für unselbständig Beschäftigte unverhältnismäßig schwer, im Insolvenzfall eines Unternehmens eine neue Beschäftigung zu finden. Dies gilt sowohl für den Firmengründer als auch für alle anderen im Unternehmen tätigen Führungskräfte, denen das Scheitern des Unternehmens implizit angelastet wird. Es kann empirisch belegt werden, dass Rigiditäten dieser Art einen Grund für den geringen Umfang von PE-Finanzierung in Europa und in Deutschland darstellen und die Investitionstätigkeit insbesondere in den frühen Phasen der Unternehmensentwicklung negativ beeinflussen (vgl. Jeng und Wells (2000)). Es erweist sich als sehr schwer, hoch qualifizierte Arbeitskräfte zur Existenzgründung oder zur Mitarbeit an einem jungen Unternehmen zu motivieren. In den USA dagegen wird der Misserfolg als ein Teil des Lernprozesses angesehen. Ein Unternehmer wird in Folge einer Insolvenz nicht einem übermäßig erdrückenden gesellschaftlichen Stigma ausgesetzt. Ein neuer Versuch entweder in die Selbständigkeit oder in leitende Position in einem anderen Unternehmen zu kommen wird damit nicht unnötig erschwert.

A.III.8 Öffentliche Förderprogramme und öffentliches Beteiligungskapital

Die erwarteten Auswirkungen einer öffentlichen Förderung hängen entscheidend davon ab, inwiefern ein Marktversagen in den Bereichen PE und VC vorliegt. Unter Umständen kann eine staatliche Förderung sogar schädlich sein, in dem sie zur Verdrängung privater Investitionen führt, die durch günstigere staatliche Mittel ersetzt werden. In den meisten Ländern werden Maßnahmen zu Erhöhung des Angebots, insbesondere im Venture Capital-Segment ergriffen, die durch Finanzierungsengpässe junger Unternehmen begründet werden. Dabei ist es für den Erfolg, die Wirkung und die Effizienz dieser Programme entscheidend, wie die Situation auf dem VC-Markt in dem jeweiligen Land ist und wie diese Programme strukturiert sind.

Mehrere empirische Studien beschäftigen sich mit dem Einfluss staatlicher Fördermaßnahmen auf der Ebene der Portfolio-Unternehmen in verschiedenen Ländern. Lerner (1999) führt eine Evaluation des Small Business Innovation Research (SBIR) Programms, des größten öffentlichen Programms zur Finanzierung kleiner Technologieunternehmen in den USA, durch. Die in beiden Phasen des Programms geförderten Unternehmen erzielten von 1985 bis 1995 ein Beschäftigungs- bzw. Umsatzwachstum von 56 bzw. 98 Prozent. Hingegen erreichte eine Gruppe von Unternehmen mit ähnlicher Größe (gemessen am Umsatz) und im gleichen Wirtschaftszweig oder in der gleichen Stadt tätig, mit 17 bzw. 27 Prozent ein deutlich geringeres absolutes Beschäftigungs- bzw. Umsatzwachstum. Die öffentliche Förderung führte demnach zu einem 320 bzw. 360 Prozent höheren Wachstum der geförderten im Vergleich zu den nicht geförderten Unternehmen.

Engel (2002) zeigt, dass deutsche Unternehmen weder schlechtere noch bessere Performance aufweisen, wenn an ihnen eine VC-Gesellschaft mit einer öffentlich-rechtlichen Institution als Gesellschafter bzw. Investor beteiligt ist. Almus und Prantl (2001) kommen zu dem Ergebnis, dass öffentliche Gründungsförderung einen positiven Einfluss auf das Überleben und Wachstum junger Unternehmen in Deutschland hat.

Insbesondere in der zweiten Hälfte der 90er Jahre wurden viele neue Förderprogramme in Europa aufgelegt. Diese schließen staatliches Beteiligungskapital für junge Unternehmen, die Refinanzierung für PE-Gesellschaften oder Haftungsfreistellung für PE-Fonds ein. In Deutschland sind die Programme TOU (1983 – 1988) in alten Bundesländern, BJTU (1989 – 1994), BTU (1995 - 2004), FUTOUR (seit 1997) in Ostdeutschland sowie ERP-Beteiligungsprogramm sowie ERP-Innovationsprogramm zu nennen. Eine nähere Beschreibung und Beurteilung dieser Programme ist bspw. in Kulicke und Wupperfeld (1996), Lessat et al. (1999) oder Schefczyk (2000) zu finden. Weitere Förderung besteht darin, dass den MBGs Staatsgarantien gewährleistet werden. Für eine detaillierte Übersicht der aktuellen Förderprogramme siehe Engel et al. (2004).

Anfang des Jahres 2004 wurde ein vom Europäischen Investitionsfonds (EIF) in Luxemburg gemanagter Dachfonds, der im Auftrag der Bundesregierung in den kommenden fünf Jahren 500 Mio. € in PE-Fonds investieren soll, gegründet. Der erste Deal ist jedoch erst im Dezember 2004 zustande gekommen. Ein neuer „ERP-Startfonds“ mit Volumen von 250 Mio. €, der ab November 2004 arbeitet, sollte direkt, mit Beteiligung jeweils eines privaten Investors, der in gleicher Höhe investiert, innovative High-tech Gründungen und junge Firmen (nicht älter als fünf Jahre und mit Umsatz unter 10 Mio. €) unterstützen (vgl. Handelsblatt, 27.10.2004). Als dritter und letzter Fonds wurde ein Gründerfonds mit Ausstattung von 240 Mio. € geplant, dessen Finanzierung jedoch eng an die Aufhebung der Eigenheimzulage geknüpft ist und somit zur Zeit offen steht (vgl. Handelsblatt, 11.10.2004).

Einiges spricht dafür, dass öffentliche Förderprogramme zu einer wesentlichen Belebung des deutschen PE- und insbesondere VC-Marktes beigetragen haben (vgl. Leopold et al. (2003)) und einen Lern- sowie Reifungsprozess in diesen Märkten gefördert haben (vgl. Schertler (2001)).

A.III.9 Kulturelle und institutionelle Unterschiede

Neben den hauptsächlich ökonomischen Determinanten der PE-Finanzierung werden in der Literatur auch institutionelle und kulturelle Faktoren als Ursache für länderspezifische Unterschiede in der Struktur und Größe des PE-Marktes angeführt. Dennoch bleibt zu hinterfragen, inwieweit das Verhalten und besonders die das Verhalten prägenden Charaktereigenschaften zumindest z.T. auf die in einer Ökonomie über lange Jahre hinweg existierenden Institutionen des staatlichen Bildungssystems, der sozialen Absicherung und der Organisation der Arbeitsmärkte zurückzuführen sind. Nur dann ist es mittel- und langfristig überhaupt möglich, durch wirtschaftspolitische Maßnahmen die ökonomische und gesellschaftliche Entwicklung zu steuern und bspw. auf die Risikobereitschaft der Wirtschaftssubjekte Einfluss zu nehmen.

Die Autoren empirischer Studien weisen darauf hin, dass in Europa nur ein sehr viel geringerer Anteil der Graduierten den Schritt in die Selbständigkeit durch Gründung eines eigenen Unternehmens wagt. So zeigen Getas (1989), Grimm (1985) und Mohler (1989), dass sich die Einstellung der Amerikaner gegenüber Risiko und Karrierestreben auf der einen Seite, sowie Freizeit und Konsum auf der anderen Seite grundlegend von der in der europäischen Bevölkerung vorherrschenden Grundhaltung unterscheidet.

Außerdem bestehen in Europa oftmals große Vorbehalte gegenüber der PE-Finanzierung als Finanzierungsform. Mittelständler befürchten den Verlust der Kontrolle über das eigene Unternehmen, vermögen aber die Vorteile der PE-Finanzierung nicht zu erkennen oder sind über diese gar nicht oder nur unzureichend informiert.

Die lange Tradition der PE-Finanzierung in den USA bildet das Fundament für ihre breite Akzeptanz in Gesellschaft und Wirtschaft. Über die Jahre hinweg konnten hohe Standards in der praktischen Anwendung der PE-Finanzierung als ein spezifisches Konzept zur Finanzierung und Beratung mittelständischer Unternehmen entwickelt werden. Die PE-Gesellschaften beschäftigen heute hoch qualifizierte, professionelle und auf bestimmte Teilsegmente des Marktes spezialisierte Manager. Sie verfügen über effizient arbeitende Netzwerke von Kontakten und weisen eine langjährige Erfahrung im Umgang mit den zur Evaluierung, Kontrolle und Beratung geeigneten Instrumenten auf. In vielen europäischen Ländern mangelt es noch an dieser Erfahrung (für Deutschland vgl. Tykvová (2003)).

A.III.10 Weitere Faktoren

Schließlich können auch noch andere als die bisher analysierten Faktoren zur Erklärung nationaler Unterschiede im Markt für Private Equity herangezogen werden. Als Beispiele sind u.a. die Höhe des Wirtschaftswachstums und das Zinsniveau zu nennen. Acs und Audretsch (1994) sowie Gompers und Lerner (1999) bestätigen die These, dass die Gründungsaktivität in der Konjunkturphase zunimmt und dieses Wachstum insbesondere die Nachfrage nach Venture Capital erhöht. Dagegen sehen Jeng und Wells (2000) einen solchen Zusammenhang statistisch nicht bestätigt. Die Höhe des Zinssatzes beeinflusst das Angebot an Private Equity negativ (vgl. Gompers und Lerner (1999)).

Die Anzahl der hochqualitativen Unternehmensgründungen, das historische Erfolgsprofil PE-finanzierter Unternehmen und die allgemeine Reputation der PE-Fonds bilden zusammen mit der Höhe der Forschungs- und Entwicklungsausgaben weitere Determinanten der Größe und Struktur des PE-Marktes. Im Hinblick insbesondere auf die Nachfrage der Unternehmer nach Private Equity sehen Pfirrmann et al. (1997) in der Zugänglichkeit anderer Finanzierungsinstrumente ein wesentliches Element, das die Entwicklung des Private Equity-Marktes beeinflusst. Folgt man ihrer Argumentation, so stellte das deutsche Bankensystem in Folge leicht zugänglicher Kredite ebenso wie die allzu großzügige Zuweisung staatlicher Fördergelder ein Hindernis für die Weiterentwicklung und die Etablierung der Private Equity-Finanzierung als ein eigenständiges Marktsegment dar.

A.IV Auswirkungen von Basel II und Solvency II auf den PE-Markt

Auswirkungen von Basel II und Solvency II auf den PE-Markt können sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite erwartet werden. Vor dem Hintergrund eines stärker risikoorientierten Kreditvergabeverhaltens – flankiert durch Basel II – werden mittelständische Unternehmen aller Voraussicht nach Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Instrumente stärker nachfragen, um ihren Finanzierungsbedarf zu decken. Die Nachfrage nach PE-Finanzierung wird künftig voraussichtlich ansteigen (vgl. Engel et al. (2004) für Details).

Der steigenden Nachfrage nach Private Equity wird auf der Angebotseite aufgrund der neuen Regelungen für die Risikoabsicherung im Bereich der Banken (Basel II) und Versicherungen (Solvency II) wahrscheinlich eine Verknappung des Angebots gegenüber stehen. Diejenigen Private Equity-Gesellschaften, die bislang ihr Kapital überwiegend von Banken und Versicherungen erhielten, müssen mit einer Verknappung der Kapitalzuflüsse rechnen. Auch werden Banken und Versicherungen, die sich direkt im PE-Geschäft engagierten, vermutlich ihre Aktivitäten in diesem Bereich reduzieren. Viele Banken und Versicherungen haben mit diesem Schritt bereits begonnen (bspw. die Dresdner Bank, vgl. Börsen-Zeitung, 17.9.2004); einige haben sogar ihren kompletten Rückzug aus dem PE-Geschäft angekündigt (bspw. die Gothaer Versicherung, vgl. Handelsblatt, 25.8.2004).

Aus Sicht der PE-Branche ist die dritte Kapitaladäquanz-Richtlinie der EU, die am 14.7.2004 von der EU-Kommission vorgelegt wurde und die Basel II in Europa einführt, zu begrüßen. Diese hat die Eigenkapitalanforderungen an Banken für ihre PE-Engagements wesentlich gesenkt. Nach dieser Richtlinie wird diese Quote zwischen 13 und 17% liegen, was allerdings immer noch deutlich höher als das heutige Niveau von 8% ist. Basel II sah jedoch noch eine Quote zwischen 24 und 32% vor.

Analog zu den Basel II bei Banken soll eine differenzierte Berücksichtigung der Risikoquoten für Kapitalanlagen bei Versicherern geschaffen werden. Nach Solvency II, einer EU-weiten Richtlinie, müssen Versicherer eine genaue Bewertung und eine entsprechende Eigenkapitalunterlegung ihrer jeweiligen Risiken vornehmen. Eine zentrale Rolle soll eine integrierte Optimierung des Rendite-Risiko-Profils spielen. Diese soll durch eine simultane Steuerung der Aktiv- und Passivrisiken erreicht werden. Eine detaillierte Regelung ist noch nicht in Sicht. Nachdem zunächst die Grundprinzipien für die Ausgestaltung von Solvency II (Mindestkapitalanforderungen, aufsichtsrechtliches Überprüfungsverfahren, Marktdisziplin) ausgearbeitet wurden, werden nun die Detailregelungen erst entwickelt. Es ist ungeklärt, ob die verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten von PE-Engagements differenziert oder pauschal mit dem gleichen Risiko bewertet werden. Voraussichtlich werden diese Regelungen im Rahmen eines EU-Richtlinienvorschlages bis Ende 2005 vorgelegt und bis 2008 in das nationale Recht umgesetzt. Die Auswirkungen von Solvency II sind aber bereits jetzt zu spüren, da Anlagen in PE-Fonds i.d.R. sehr illiquide sind und eine Lebensdauer von ca. 10 Jahren haben. Wegen diesem langfristigen Horizont wäre eine rechtzeitige Regelung wünschenswert.

B Der Private Equity-Markt in Deutschland

B.I Rechtsformen von PE-Gesellschaften und ihre Bedeutung

In Deutschland gibt es bislang keine spezielle und umfassende gesetzliche Regelung von Private Equity-Anlagen. Es bestehen lediglich drei gesetzlich typisierte Formen von inländischen Beteiligungsgesellschaften: die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft (UBG), geregelt nach dem Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) und die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) sowie die Investmentaktiengesellschaft als klassische gesetzliche Typen eines Fonds, geregelt nach dem Investmentgesetz (InvG). Auch Fondskonzeptionen außerhalb dieser gesetzlich reglementierten Strukturen sind jedoch nicht ausgeschlossen. So können Private Equity-Fonds grundsätzlich auch in anderen Rechtsformen ohne gesetzliche Anlagerestriktionen und ohne gesetzlich vorgegebene Mindestkapitalausstattung aufgelegt werden. Die typische Fondskonstruktion ist eine GmbH & Co.KG. Da die Thematik der Rechtsformen in Deutschland sehr umfassend ist, wird sie an

dieser Stelle getrennt in einem separaten Kapitel, und nicht im Kapitel über Aufsichtsrecht und Regulierung, behandelt.

B.I.1 Gesetzlich typisierte Beteiligungsformen

B.I.1.1 Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGs)

Steuerliche Sonderstellung

Nach dem Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften sind die UBGs in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, einer Kommanditgesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien zu führen. Der Unternehmensgegenstand einer UBG muss nach § 2 Abs.2 UBGG „das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Wagniskapitalbeteiligungen“ sein. Im Gesellschaftsvertrag oder in der Satzung der UBG ist festzulegen, ob die Gesellschaft in Form einer „offenen“ oder „integrierten“ UBG geführt werden soll. Der Geschäftssitz und die Geschäftsleitung müssen sich im Inland befinden und die Unternehmung hat mindestens ein Grund- und Stammkapital von 1 Mio. € aufzuweisen.[4] Erfüllt eine Beteiligungsgesellschaft die gesetzlichen Anforderungen des UBGG bzgl. ihrer Rechtsform, des Unternehmensgegen-standes, des Geschäftssitzes und des Stamm-, bzw. Grundkapitals, ist sie durch die oberste Landesbehörde als UBG anzuerkennen und erfährt eine steuerliche Sonderbehandlung. Hierfür muss sie sich bestimmten Anlagegrenzen unterwerfen (siehe unten). Einen detaillierten Kommentar zu UBGG liefert Fock (2005).

Die mit der Anerkennung zur UBG verbundenen spezifischen steuerlichen Privilegien haben sich in den letzten Jahren auf Grund neuer gesetzlicher Regelungen im Zuge des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes und des Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002 auf ein Minimum reduziert. Die einzige bedeutende steuerliche Vergünstigung besteht heute nur noch aus der Gewerbesteuerbefreiung gemäß § 3 Nr. 23 GewStG (vgl. Weitnauer (2001)). Ferner werden Umsätze aus Geschäften mit Wertpapieren, Anteilen an Gesellschaften, sowie Beteiligungen als stiller Gesellschafter als UBG-typische Geschäfte von der Umsatzsteuer befreit, was allerdings gleichzeitig den Verzicht auf den Vorsteuerabzug bedeutet.

Rechnungslegung und Abschlussprüfung

Als Kapitalgesellschaften geführte UBGs werden i.d.R. auf Grund der zu niedrigen Umsatzerlöse und der zu geringen Anzahl an Arbeitnehmern als kleine Kapitalgesellschaft, i.S. des § 267 Abs. 1 HGB eingestuft. Nach § 8 Abs. 1 UBGG sind die geltenden Vorschriften

---

4 Das Grundkapital ist durch Volleinzahlung aufzubringen (§ 2 Abs. 4 Satz 2 UBGG).

einer mittelgroßen Kapitalgesellschaft anzuwenden. Als Konsequenz ist die UBG stets nach § 316 HGB prüfungspflichtig, wonach der Abschlussprüfer die Einhaltung des UBGG prüft. Als Kommanditgesellschaft geführte UBGs haben ebenfalls entsprechend den für mittelgroße Kapitalgesellschaften geltenden Vorschriften einen Jahresabschluss und Lagebericht zu erstellen, allerdings ohne Beachtung der in §§ 325-329 HGB festgelegten Publizitätspflichten.

Allgemeine Anlagegrenzen der §§ 3, 4 und 5 UBGG

Nach dem UBGG sind folgende PE-Beteiligungen grundsätzlich möglich: Aktien, GmbH-Gesellschaftsanteile, Kommanditanteile, Beteiligungen als Komplementär und als stiller Gesellschafter sowie Genussrechte. Hinsichtlich der Beteiligungsgröße unterliegen sie jedoch bestimmten Restriktionen. Die allgemeinen Anlagegrenzen befassen sich zunächst mit der Risikostreuung der UBG und beziehen sich im Wesentlichen auf ihre Bilanzsumme. So darf eine PE-Beteiligung an einer Unternehmung nur erworben werden, wenn die Anschaffungskosten zusammen mit dem Buchwert der bereits gehaltenen Beteiligungen an der Unternehmung 30% der Bilanzsumme der UBG nicht überschreiten. Hierbei sind Beteiligungen in Konzernunternehmen zusammenzurechen. Gemäß § 4 Abs. 1 Satz 3 UBGG gilt diese Einschränkung erst drei Jahre nach der Anerkennung zur UBG. Des Weiteren dürfen Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen mit einer Bilanzsumme von mehr als 250 Mio. € erst gar nicht eingegangen werden; für nicht börsennotierte Unternehmen gilt entsprechend UBGG keine Größenbeschränkung. Die Haltedauer der Beteiligungen darf grundsätzlich nicht mehr als 12 Jahre betragen. Nur wenn der Buchwert aller über 12 Jahre gehaltenen Beteiligungen 30% der Bilanzsumme der UBG nicht übersteigt, dürfen Beteiligungen auch über diese Grenze hinaus gehalten werden. Die UBG darf zudem Beteiligungen an Unternehmen, deren Sitz oder Geschäftsleitung sich außerhalb der EU oder eines anderen Vertragsstaates des Europäischen Wirtschaftsraumes befindet, nur bis zu einem Umfang von 30% ihrer Bilanzsumme aufnehmen. Unternehmensbeteiligungen an Mutter- oder Schwesterunternehmen der UBG, sowie Beteiligungen als stiller Gesellschafter an einer anderen UBG sind gesetzlich nicht zulässig. Weitere Anlagegrenzen differenzieren sich je nachdem, ob es sich um eine „offene“ oder eine „integrierte“ UBG handelt.

Die UBG kann Unternehmen an denen sie eine PE-Beteiligung hält, Darlehen gewähren. Liquide Mittel kann sie nach § 3 Abs. 3 bei Kreditinstituten anlegen oder zum Ankauf von Schuldverschreibungen nutzen. Im umgekehrten Fall kann die UBG auch ohne jegliche Beschränkungen Kredite aufnehmen oder Schuldverschreibungen und Genussrechte vergeben.

Offene vs. integrierte UBG

Die Entscheidung, ob die Gesellschaft als „offene“ oder „integrierte“ Unternehmensbeteiligungsgesellschaft geführt wird, basiert im Wesentlichen auf der Gesellschafterstruktur. Die „offene“ UBG unterliegt einer Vielzahl von Einschränkungen im Hinblick auf ihre Anteilseigner, ist jedoch im Gegensatz zur „integrierten“ UBG deutlich freier in ihrer Anlagepolitik. Sie darf nach § 7 UBGG spätestens fünf Jahre nach ihrer Anerkennung als UBG nicht mehr als Tochterunternehmen geführt werden. Ein Anteilsinhaber darf nach Ablauf dieser Frist nicht mehr maßgeblich beteiligt sein. Maßgeblich beteiligt ist derjenige, der unmittelbar oder mittelbar, also über ein kontrolliertes Unternehmen, mindestens 40% des Kapitals hält oder dem mindestens 40% der Stimmrechte der UBG zustehen. Die offene UBG soll Minderheitsbeteiligungen halten. Sie darf Beteiligungen nur erwerben, wenn sie dadurch nicht mehr als 49% der Stimmrechte an einer Unternehmung erhält. Diese Grenze darf bei offenen UBGs einmalig überschritten werden und muss innerhalb von acht Jahren soweit zurückgeführt werden, dass die genannte Grenze wieder eingehalten wird (§ 4 Abs. 3 Satz 2 UBGG).

Eine „integrierte“ UBG unterliegt im Gegensatz zur offenen UBG keinerlei Beschränkungen im Hinblick auf den Gesellschafterkreis; gleichzeitig muss sie jedoch strengere Vorschriften im Bezug auf ihre Anlagepolitik einhalten. So kann sie als eine 100%-Tochtergesellschaft betrieben werden. Sie hat jedoch die Beschränkung von Beteiligungen an Unternehmen mit einer natürlichen Person als Geschäftsführer zu beachten. Zudem muss der Geschäftsführer mit mindestens 10% an den Stimmrechten des Unternehmens beteiligt sein. „Integrierte“ UBGs sollen genauso wie „offene“ UBGs Minderheitsbeteiligungen halten. Mehrheitsbeteiligungen müssen im Gegensatz zur „offenen“ UBG innerhalb eines Jahres so zurückgeführt werden, dass die UBG nicht mehr als 49% der Stimmrechte hält (§ 4 Abs. 4 Satz 2 UBGG).

Entwicklung und Bedeutung der UBG

Die bis zum 01.04.1998 als AG zu führende Unternehmensbeteiligungsgesellschaft wurde durch das am 01.01.1987 in Kraft getretene UBGG eingeführt. Der Gesetzgeber verfolgte hiermit das Ziel, nicht börsennotierten kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zu Eigenkapital zu erleichtern und ihnen damit eine verbesserte Selbstfinanzierung zu gewährleisten. In Folge der Einführung wurden zwischen 1987 und 1992 insgesamt nur 16 UBGs gegründet. Manche von ihnen wurden aus einer bereits bestehenden Gesellschaft durch Satzungsänderung in eine UBG umgewandelt. Viele der Gesellschaften kamen aber über eine Testphase nie hinaus, so dass sich ihre Anzahl in den folgenden Jahren wieder reduzierte.

Am 05.10.1994 erfolgte eine Deregulierung der Anlage- und Refinanzierungsmöglichkeiten durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz. So wurden bspw. erstmals Beteiligungen außerhalb Deutschlands (und zwar innerhalb der EU und des EWR[5]) sowie Anteile oder stille Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen zugelassen. Diese Anlagen waren jedoch nur unter der Beachtung strenger Anlagegrenzen möglich. Darüber hinaus wurde das Verbot der Ausgabe von Schuldverschreibungen aufgehoben. Ferner kam es zu einer Verlängerung der Aussetzungsfrist zur Anwendung des § 32a GmbHG[6] von vier auf zehn Jahre. In dieser Frist ist dieser Paragraf für UBGs nicht anzuwenden.[7] Die Anzahl der in Deutschland geführten UBGs stieg auf 20 Gesellschaften an. Bis 1996 fiel die Zahl bereits wieder auf 9 Gesellschaften, so dass im Jahr 1998 eine im Rahmen des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes durchgeführte zweite Neustrukturierung des UBGG durch den Gesetzgeber folgte.

Im Zuge des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, das am 01.04.1998 in Kraft getreten ist, wurde das UBGG grundlegend novelliert. Zu den Änderungen gehörten die Öffnung der UBG gegenüber anderen Rechtsformen, wie GmbH, KG und KGaA. Zudem wurden die Anlagemöglichkeiten der UBG deutlich erweitert. Als Beispiel sind hierfür die neuen Möglichkeiten der dauerhaften Anlage über die maximale Haltedauer von 12 Jahren hinaus, die Erweiterungen der Beteiligungsgrenzen an börsennotierten Unternehmen und die Möglichkeit zur Beteiligung an Unternehmen deren Sitz außerhalb des EWR liegt, zu nennen. Eine weitere bedeutsame Änderung war die Einführung der steuerfreien Reinvestition von Veräußerungsgewinnen nach einem Jahr (§ 6b EStG). Darüber hinaus wurden die zwei beschriebenen Kategorien von UBGs definiert: die „offene“ und die „integrierte“ UBG.

Nach dem Regierungswechsel 1998 und dem neu beschlossenen Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 wurde der für den Fonds ertragsteuerlich vorteilhafte § 6b EStG für UBGs vollständig aufgehoben. Durch die Steuerreform 2000 und dem damit eingeführten § 8b Abs. 2 KStG, der Kapitalgesellschaften bei Veräußerungsgewinnen von Anteilen an anderen Kapitalgesellschaften nach dem Ablauf einer Spekulationsfrist von einem Jahr eine Steuerfreistellung gewährt, lief auch dieses (letzte) steuerliche Privileg der Gewerbesteuerbefreiung der UBG zunächst teilweise ins Leere (vgl. Veith (2003)). Der Wegfall dieser entscheidenden steuerlichen Privilegien hätte theoretisch zu einem erneuten Rückgang der

---

5 Bei Unternehmen außerhalb der EU und des EWR waren nur Unterbeteiligungen erlaubt, d.h., dass die UBG auch an demjenigen deutschen Unternehmen beteiligt sein muss, das die Beteiligung an dem Drittstaatunternehmen erwirbt. Zudem war die Höhe der Unterbeteiligung beschränkt.

6 Der § 32a GmbHG besagt, dass im Falle einer Unternehmenskrise ein von den Gesellschaftern oder Dritten gewährtes Darlehen an eine Gesellschaft einen Eigenkapitalcharakter erhält und somit ein Anspruch auf Rückgewähr des Darlehens im Insolvenzverfahren nur als nachrangiger Insolvenzgläubiger geltend gemacht werden kann.

7 Zur detaillierten Beschreibung aller Änderungen, die im Rahmen des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes durchgeführt worden sind, siehe Fanselow und Stedler (1994).

bestehenden UBGs führen müssen. Dennoch stieg nach Information des BVK die Anzahl der eingetragenen Gesellschaften auf 81 an (Stand: August 2004), welches vor allem auf Neugründungen durch Sparkassen zurückzuführen ist. Sparkassen haben offenbar weniger Wert auf die steuerlichen Vorzüge eines Fondsvehikels gelegt, sondern sahen die mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz verbundene Freistellung von § 32a GmbHG als einen wesentlichen Vorteil der UBG an (vgl. Leopold et al. (2003)).[8] Bei einer Beteiligungsgesellschaft, die eine 100%-Tochtergesellschaft einer Sparkasse ist und nicht als UBG geführt wird, könnte das Mutter-Tochter-Verhältnis bei einer Beteiligung an einem insolventen Unternehmen dazu führen, dass alle gewährten Darlehen der Sparkasse an dem Unternehmen nachrangig behandelt werden. Dies kann mit Hilfe des Vehikels UBG umgangen werden (vgl. Gladenbeck und Rohleder (2004)). Von ein paar wenigen Ausnahmen abgesehen sind die meisten UBGs jedoch sehr klein.

In letzter Zeit zeichnete sich eine erneute Erhöhung der Steuerlast für die Beteiligungsgewinne von Kapitalgesellschaften ab. So werden bspw. mittlerweile nicht mehr die gesamten Veräußerungsgewinne, sondern nur noch 95% steuerfrei gestellt (§ 8b KStG). Die eventuelle zukünftige Verschärfung der Besteuerung könnte der UBG in der Zukunft unter Umständen wieder zu einer gesteigerten Attraktivität verhelfen (vgl. Süß (2003)). Der erhoffte Erfolg ist jedoch durch die weit reichende Einengung des Anlagespielraums der UBG ausgeblieben. Die insgesamt umfangreichen, aber meistens zaghaften Erweiterungen konnten diese ablehnende Haltung gegenüber der UBG nicht ändern. Bspw. sei hier auf die Möglichkeiten von Beteiligungen an außereuropäischen Unternehmen und die damit gleichzeitig eingeführte Begrenzung dieser Beteiligungen auf lediglich 30% der Bilanzsumme verwiesen, welche die UBG für international agierende Fonds uninteressant erscheinen lässt (vgl. Veith (2003)).

B.I.1.2 Kapitalanlagegesellschaften (KAGs)

Definition und allgemeine Anforderungen

Neben der UBG ist die KAG die zweite gesetzlich typisierte Beteiligungsform. Kapitalanlagegesellschaften sind nach § 6 Abs. 1 Investmentgesetz (InvG) Kreditinstitute, deren Geschäftsbereich darauf ausgerichtet ist, Sondervermögen zu verwalten und Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen zu erbringen. Die KAG legt also bei ihr eingelegtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger nach dem Grundsatz der

---

[8] Zu beachten ist hierbei, dass viele der in Deutschland geführten PE-Gesellschaften 100%-Tochtergesellschaften einer Sparkasse, einer Gemeinschaft von Sparkassen oder einer Landesbank sind. Nach einem Telefongespräch mit Günter Land (Deutscher Sparkassen- und Giroverband) sind es ca. 85 aktive Beteiligungsgesellschaften.

Diversifikation in den nach dem Investmentgesetz zugelassenen Bereichen als Sondervermögen an und stellt hierüber Anteilsscheine aus. Jeder Anteilsinhaber hat den Anspruch auf die Rücknahme des Anteilsscheins und die damit erfolgende Auszahlung seines Anteils am jeweiligen Sondervermögen (vgl. Weitnauer (2001)). Im Gegensatz zur UBG darf die KAG nur in der Rechtsform einer AG oder einer GmbH geführt werden. Wird sie als GmbH geführt, ist wie bei der AG ein Aufsichtsrat zu bilden. Sie benötigt die Zulassung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und untersteht dem Kreditwesengesetz als allgemeinem Aufsichtsgesetz für alle Kreditinstitute. Die KAG muss mit einem Grundkapital von mindestens 730.000 €, bzw. - wenn sie die in § 7 Abs. 2 InvG genannten Nebendienstleitungen (bspw. die nicht-fondsgebundene Vermögensverwaltung für Einzelkunden) erbringt - sogar mit einem Grundkapital von 2,5 Mio. € ausgestattet sein.

Rechnungslegung und Publizitätspflichten

Die KAG hat für jedes Sondervermögen einen Jahresbericht zu erstellen, der den Kapitalanlegern alle wesentlichen Informationen über die Tätigkeiten der Gesellschaft während des vergangenen Geschäftsjahres vermittelt. Nach § 44 InvG hat der Jahresbericht (1) eine Vermögensaufstellung der zum Sondervermögen gehörenden Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten, (2) eine Berichterstattung über die während des Geschäftsjahres abgeschlossenen Geschäfte, (3) die Anzahl der am Berichtstag umlaufenden Anteile und den Wert eines Anteils, (4) die GuV-Rechnung sowie (5) eine vergleichende Aufstellung der letzten drei Geschäftsjahre, die den Wert des Sondervermögens und den Wert eines Anteils aufzeigt, zu beinhalten. Zusätzlich sind Halbjahresberichte anzufertigen, die ebenfalls den Anlegern beim Kauf zur Verfügung zu stellen sind. Den Anlegern ist beim Erwerb von Anteilen ein Verkaufsprospekt auszuhändigen, der unter anderem die Vertragsbedingungen enthält. Für den Verkaufsprospekt gilt die Prospekthaftung, so dass die KAG für die im Prospekt gemachten Angaben haftet.

Anlagegrenzen des gemischten Sondervermögens

Im Rahmen des gemischten Sondervermögens darf die KAG in Wertpapiere (§ 47 InvG), Geldmarktinstrumente (§ 48 InvG), Investmentanteile (§ 50 InvG), Derivate (§ 51 InvG), sonstige Anlageinstrumente wie bspw. Wertpapiere an nicht börsennotierten Unternehmen (§ 52 InvG), Immobilien-Vermögen (§§ 66-82 InvG), Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (§§ 96 und 112 InvG) sowie in Bankguthaben (§ 49 InvG) investieren. Im Folgenden werden die Anlagegrenzen der im Rahmen einer PE-Beteiligung relevanten Anlageinstrumente dargestellt.

Die Anlagegrenzen beziehen sich auf den Anteil am Sondervermögen. So dürfen Wertpapiere und Geldmarktinstrumente desselben Ausstellers nur bis zu einer Höhe von 5% des Sondervermögens erworben werden. Diese Grenze kann sich auf 10% erweitern, falls dies

in den Vertragsbedingungen vorgesehen ist und der Gesamtwert aller Wertpapiere und Geldmarktinstrumente aller Aussteller insgesamt nicht über 40% des Sondervermögens liegt.

Investiert die KAG mehr als 5% des Sondervermögens in Schuldverschreibungen eines Unternehmens, hat sie darauf zu achten, dass die gesamten Schuldverschreibungen dieser Art nicht mehr als 80% des Sondervermögens ausmachen (§ 60 Abs. 2).

Geldmarktinstrumente, bei denen dasselbe Unternehmen Emittent ist, können bis zu einer Höhe von 5% des Sondervermögens erworben werden (bei Emittenten mit einem Eigenkapital unter 25 Mio. € sogar nur 2% des Sondervermögens). Insgesamt dürfen bis zu 20% in Geldmarktinstrumente investiert werden.

Weiterhin darf die KAG in Anteile an einem einzigen Investmentvermögen nur bis zu 20% des Sondervermögens, insgesamt in Anteile an Investmentvermögen nur bis zu der Grenze von 30% des Sondervermögens investieren.

Zusätzlich kann im Rahmen „der sonstigen Anlageinstrumente“ noch bis zu einer Höhe von 10% des Sondervermögens in (1) Wertpapiere an nicht börsennotierten Unternehmen, (2) Geldmarktinstrumente, die nicht die in § 48 InvG gestellten Anforderungen erfüllen, (3) Aktien, welche die Anforderungen des § 47 Abs. 1 Nr. 3 InvG erfüllen und (4) Forderungen aus Gelddarlehen, die nicht unter § 48 InvG fallen und die in § 52 InvG gestellten Anforderungen erfüllen, investiert werden. In Geldmarktinstrumente, die nicht die Anforderungen des § 48 InvG erfüllen und somit unter sonstigen Anlageinstrumenten erfasst werden, dürfen bis zu 2% des Sondervermögens in Werte desselben Emittenten angelegt werden.

Bei ein und derselben Unternehmung darf die KAG unter Beachtung der jeweiligen Einzelgrenzen nur bis zu 20% des Sondervermögens in eine Kombination aus Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Bankguthaben und Derivaten, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen sind, investieren.

Entwicklung und Probleme des gemischten Sondervermögens

Die KAG hat ihre Grundlage in dem im Jahr 1957 in Kraft getretenen Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG). Auf Grund der Ergänzung des KAGG vom 19.12.1986 bekamen KAGs durch die Aufnahme des zweiten Vermögensbeteiligungsgesetzes in das KAGG die Möglichkeit, als ein weiteres Geschäftsfeld ein Beteiligungs-Sondervermögen anzulegen, das nicht aus börsennotierten Wertpapieren, sondern aus Wertpapieren, die nicht an einem organisierten Markt gehandelt werden, und stillen Beteiligungen bestehen durfte (§§ 25a ff. KAGG). Diese Neuerung sollte vor allem mittelständische Unternehmen fördern, bei denen auf Grund ihrer kleinen Größe oder ihres geringen Alters eine Kapital-

beschaffung über die Börse unmöglich war (vgl. Weitnauer (2001)). Anders als das später eingeführte Wertpapier-Sondervermögen (§ 38 Abs. 1 KAGG) war das Beteiligungs-Sondervermögen jedoch nicht von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit.

Im Gegensatz zu einer UBG wies das Beteiligungs-Sondervermögen keinerlei besondere Privilegien auf. Ein großes Problem des Beteiligungs-Sondervermögens war die sehr niedrig gehaltene Begrenzung der stillen Beteiligungen auf 30% des Sondervermögens. Die zwar berechtigte Forderung nach einer Diversifizierung und einer hinreichenden Liquidität zur laufenden Rücknahme der vergebenen Anteilsscheine konnte eine derartig knappe Anlagegrenze jedoch kaum rechtfertigen, da die Begrenzung der einzelnen Beteiligungen auf 5% des Sondervermögens schon zu einer ausreichenden Risikostreuung führte. Schwerwiegend für ein PE-Fonds in der Rechtsform einer KAG waren die Regelungen im § 25c Abs. 2 KAGG. Danach darf die KAG keine Vereinbarungen treffen, die bei einer Auseinandersetzung der stillen Gesellschaft zu ihrer Beteiligung an der Veränderung des Wertes des Vermögens von Portfolio-Unternehmen führen würden. Die Teilnahme an Wertssteigerungen der Portfolio-Unternehmen ist aber Kern des PE-Instruments (vgl. Kapitel D).

Das KAGG wurde durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz von 1998 völlig neu strukturiert. Zu den wesentlichen Änderungen gehörten zum einen die Zulassung von neuen Fondstypen, wie Dachfonds, gemischten Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen und Altervorsorge-, bzw. Pensions-Sondervermögen, die zu einer Erweiterung der Altersvorsorgemöglichkeiten führten. Eine weitere grundlegende Reform erfuhr die KAG durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.06.2002. Zu den Änderungen gehörten: Erweiterung der zulässigen Nebentätigkeiten von Kapitalanlagegesellschaften, Verbesserung des Anlegerschutzes, Einführung von Anteilen mit unterschiedlichen Rechten und die Erweiterung der Anlagemöglichkeiten für Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen in das KAGG. Letztlich wurde das KAGG am 01.01.2004 im Zuge des Investmentmodernisierungsgesetzes in das Investmentgesetz (InvG) aufgenommen und teilweise umgestaltet. Das Investmentmodernisierungsgesetz hob bspw. die Einteilung in Wertpapier-, Geldmarkt-, und Beteiligungs-Sondervermögen auf und schuf ein sog. gemischtes Sondervermögen. Außerdem fand im Rahmen der Gesetzeseinführung bspw. die Erweiterung auf die Anlagemöglichkeit in Derivate und eine Ausdehnung der Haupt- und Nebentätigkeiten der KAG statt.

Rückblickend erwies sich die Ergänzung des KAGG durch die Möglichkeit der KAG zur Aufnahme eines Beteiligungs-Sondervermögens als Fehlschlag, da soweit bekannt bis 2003 kein einziges Beteiligungs-Sondervermögen gegründet wurde (vgl. Leopold et al. (2003)). Von der Integration des Beteiligungs-Sondervermögens in ein gemischtes Sondervermögen und der Erweiterung des Anlagespielraums erhofft sich der Gesetzgeber in der Zukunft nun endlich die Anerkennung der KAG bei PE-Gesellschaften. Gegen eine breite-

re Anerkennung spricht jedoch die Rücknahme- und Auszahlungspflicht der KAG, die mit dem PE-Geschäft, das auf langfristige und illiquide Anlagen zielt, nicht im Einklang steht.

B.I.1.3 Investmentaktiengesellschaften

Definition und allgemeine Anforderungen

Der Unternehmensgegenstand der Investmentaktiengesellschaft nach § 96 Abs. 2 InvG ist „die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach dem Grundsatz der Risikomischung“ in Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate, Bankguthaben und andere Investmentfonds. Eine Anlage in Form von Immobilien ist jedoch nicht zulässig. Die Investmentaktiengesellschaft ist eine AG besonderer Ausprägung. So gilt für sie grundsätzlich das Aktienrecht, solange das Investmentgesetz nicht etwas anderes bestimmt.

Die Investmentaktiengesellschaft muss ein Grundkapital von mindestens 300.000 € aufweisen und ihren Sitz und die Geschäftsleitung im Inland haben. An den Geschäftsführer werden die Anforderungen der Zuverlässigkeit und fachlichen Kompetenz gestellt. Zudem muss sie eine Depotbank zur Verwahrung der Vermögenswerte beauftragt haben. Erfüllt die Gesellschaft diese Voraussetzungen, erhält sie die schriftliche Erlaubnis zur Führung des Geschäftsbetriebes durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Darüber hinaus muss die Investmentaktiengesellschaft nach § 101 Abs. 1 InvG nach sechs Monaten mindestens 9/10 ihrer Aktien zum Verkauf angeboten oder an Anleger ausgegeben haben. Zudem müssen sich innerhalb von zwölf Monaten mindestens 75% ihrer Aktien im Streubesitz befinden. Falls dies nicht zutrifft, kann ihr die Erlaubnis zur Führung des Geschäftsbetriebes wieder entzogen werden. Die Anteile der Investmentaktiengesellschaft müssen zu dem am Ausgabetag herrschenden anteiligen Inventarwert der Anteile am Gesellschaftsvermögen, zuzüglich eines Aufschlags zur Deckung der Transaktionskosten, angeboten werden.

Rechnungslegung und Publizitätspflichten

Der von der Investmentaktiengesellschaft erstellte Jahresabschluss ist spätestens drei Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres offen zu legen (§ 110 InvG). Im Anhang müssen die wie für Kapitalanlagegesellschaften geltenden Angaben des § 44 Abs. 1 Satz 3 InvG, wie eine Vermögensaufstellung und eine vergleichende Übersicht der letzten drei Geschäftsjahre, enthalten sein, sofern die Angaben sich nicht bereits aus dem Jahresabschluss ergeben. Die Investmentaktiengesellschaft hat mindestens einmal während des Geschäftsjahres einen Zwischenbericht zu veröffentlichen. Die „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ (siehe unten) hat darüber hinaus nach § 111 InvG die Hinweise nach § 107 Abs. 4 InvG, wie bspw. die Angaben über spezielle Risiken des Erwerbs von Aktien der Invest-

mentaktiengesellschaft, den Hinweis auf die Abweichung des Inventarwerts vom Börsenwert der ausgegebenen Aktie, sowie den Hinweis darauf, dass die Aktien bei einer „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ nicht zurückgenommen werden, zu veröffentlichen.

Investmentaktiengesellschaft mit fixem vs. veränderlichem Grundkapital

Die im Jahr 1998 im Rahmen des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes eingeführte Investmentaktiengesellschaft bezeichnete zunächst nur einen geschlossenen Fonds, der in der Rechtsform einer AG zu führen war. Heute ist diese Art des Fonds als „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ bekannt. Mit dem Investmentmodernisierungsgesetz im Jahre 2004 wurde nun ein weiterer Typus von Investmentaktiengesellschaft konzipiert und in das Investmentgesetz aufgenommen, die „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“. Sie wurde in der Form eines offenen Fonds konzipiert. Des Weiteren wurde die Erfordernis, dass alle Anteile einer Investmentaktiengesellschaft an einer Börse gehandelt werden müssen, durch das Investmentmodernisierungsgesetz auf die „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ beschränkt, so dass die „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“ von dieser Vorschrift befreit ist.

Bei einem geschlossenen Fonds wird durch die Fondsgesellschaft eine bestimmte Anlagesumme festgelegt, die durch die Ausgabe von Aktien aufgebracht wird. Ist diese Summe erreicht, wird der Fonds “geschlossen“, d.h. die Ausgabe der Anteile wird eingestellt. Die ausgegebenen Anteile müssen von dem Fonds nicht zurückgenommen werden. Dagegen hat ein offener Fonds keine festgelegte Anzahl von Anteilen. Die Fondsgesellschaft kann also jederzeit neue Anteile herausgeben. Alle ausgegebenen Anteile müssen von der Gesellschaft zum Inventarwert zurückgenommen werden.

Bei einer „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“ kann der Vorstand wiederholt das Grundkapital durch Ausgabe neuer Aktien ohne Zustimmung der Hauptversammlung bis zu einem bestimmten Höchstbetrag jederzeit erhöhen. Der Zustimmungsausschluss basiert darauf, dass die Anleger nicht als Gesellschafter sondern lediglich als Investoren gelten. Die Konzeption der „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“ als offener Fonds verpflichtet sie weiterhin zu ständigen Rücknahme der Aktien zum Inventarwert (abzüglich der Transaktionskosten). Dies geht über die Bestimmungen des Aktiengesetzes deutlich hinaus. Ein Bezugsrecht für Altaktionäre bei Ausgabe neuer Aktien besteht bei einer „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“ nicht, da wieder eine Spezialnorm des Investmentgesetzes Anwendung findet (§ 104 InvG). Eine Vergabe von Bezugsrechten und der damit anknüpfende Bezugsrechthandel ließe sich nicht mit der Erfordernis einer täglichen Aktienausgabe in Einklang bringen (vgl. Baums und Kiem (2003)).

Die Möglichkeiten des offenen Fonds stehen der „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ zwar nicht zur Verfügung. Sie kann jedoch ebenfalls Kapitalerhöhungen im Rahmen der §§ 182 und 184-191 AktG durchführen. Ein Ausschluss des Bezugsrechtes nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ist aber nicht zulässig. Der Ausgabepreis der neuen Aktien darf den Inventarwert nicht unterschreiten. Sollte an einem Börsengeschäftstag der Börsenpreis der Aktien jedoch unter den Wert von 90% des Inventarwerts der Aktien fallen, kann die „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ eigene Aktien erwerben um ein weiteres Auseinanderfallen der Werte zu verhindern. Die erworbenen Aktien sind nach § 107 Abs. 2 InvG einzuziehen.

Anlagegrenzen der Investmentaktiengesellschaft

Die Anlagegrenzen der Investmentaktiengesellschaft (ob mit fixem oder veränderlichem Kapital) entsprechen für PE-Beteiligungen denen im Rahmen der KAG bereits dargestellten Anlagegrenzen der §§ 47, 48 und 52 InvG.

Bedeutung der Investmentaktiengesellschaft

Das im Jahr 1998 eingeführte Modell der Investmentaktiengesellschaft des geschlossenen Typs galt auf Grund strenger Anlagebeschränkungen und eines fehlenden steuerlichen Anreizes bisher als praxisuntauglich. Es wurde bis 2003 keine einzige Investmentaktiengesellschaft gegründet (vgl. Baums und Kiem (2003)). Im Zuge des Investmentmodernisierungsgesetzes wurden die Anlagegrenzen der Investmentaktiengesellschaft gelockert und zusätzlich die offene Fondsvariante der Investmentaktiengesellschaft (Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital) eingeführt.

B.I.2 Gesetzlich nicht typisierte Beteiligungsformen

B.I.2.1 Typischerweise verwendete Formen von Personengesellschaften

In Deutschland werden Private Equity-Fonds i.d.R. in der Rechtsform einer GmbH & Co.KG geführt (zur detaillierten Beschreibung dieser typischen Konstruktion vgl. Kapitel B.I.4). Die GmbH & Co.KG offeriert den Investoren drei wesentliche Vorteile, die sie in Deutschland zu dem beliebtesten Fondsvehikel machen: (1) Die Haftungsbeschränkung der GmbH & Co.KG wird von den Investoren als positiv angesehen. Bei dieser hybriden Rechtsform ist der Komplementär aus haftungsrechtlichen Gründen keine natürliche Person, sondern nur eine mit den Gesellschaftsvermögen haftende GmbH, die keine Kapitaleinlage an die Gesellschaft zu leisten hat. Die Investoren beteiligen sich folglich als Kommanditisten an dem Fonds und haften nur mit ihren Einlagen. Eine gesetzliche Nachschusspflicht besteht hier nicht. (2) Weiterhin wird die steuerliche Transparenz einer Personengesellschaft, die im Grundsatz eine steuerliche Neutralität der Fondsgesellschaft ge-

währleisten kann, von den Investoren als Vorteil empfunden. Anders als bei Kapitalgesellschaften, die eine eigene Steuersubjektfähigkeit besitzen (vgl. § 1 Abs. 1 KStG), werden die Einkünfte bei einer Personengesellschaft den Gesellschaftern direkt als „originäre eigene Einkünfte“ zugerechnet (vgl. zum Transparenzprinzip bei vermögensverwaltenden Personengesellschaften generell Pinkernell (2001) sowie im Bereich von PE-Anlagen Gocksch (2004)). Ertragsteuersubjekte sind ausschließlich die hinter der Personengesellschaft stehenden Gesellschafter. (3) Zudem erlaubt der Status als Personengesellschaft der GmbH & Co.KG eine flexible Gestaltung hinsichtlich ihrer inneren Verfassung.

Die gesetzlichen Kontrollrechte des Kommanditisten sind bei der Gründung und Führung eines als GmbH & Co.KG konstituierten Fonds nicht sehr umfangreich. Sie beschränken sich im Wesentlichen auf das Widerspruchs- und Zustimmungsrecht bei außergewöhnlichen Geschäftsführungsmaßnahmen (§ 164 HGB). Es ist jedoch üblich diese Rechte gesellschaftsvertraglich zu erweitern. Die Beschränkung des Widerspruchs- und Zustimmungsrechts auf ausschließlich außergewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahmen schließt Geschäfte, die sich mit dem gewöhnlichen Betrieb der Unternehmung befassen, aus. Eine genaue Abgrenzung zwischen gewöhnlichen und außergewöhnlichen Geschäften ist jedoch praktisch unmöglich und erfordert die Zusammenstellung eines Katalogs zustimmungspflichtiger Geschäfte. Da die gesetzlichen Informationsrechte nach § 166 HGB für Investoren ebenfalls nicht sehr umfassend ausgestaltet sind, werden sie üblicherweise durch die Durchsetzung der Forderung nach einer angemessenen Informationenvergabe in die Satzung erweitert. Gesetzlich stehen den Investoren nur die Überlassung einer Kopie des Jahresabschlusses und das Recht, dessen Richtigkeit durch Einsichtnahme in die Bücher und Papiere der Gesellschaft zu prüfen, zu. Des Weiteren haben die Investoren ein umfassendes und außerordentliches Auskunftsrecht, welches jedoch mit dem Vorliegen eines wichtigen Grundes oder dem Verdacht unredlicher Geschäftsführung verbunden ist. Ein ordentliches Auskunftsrecht haben sie nur bei Informationen, die sie zur Ausübung ihrer Mitgliedschaftsrechte benötigen. Dies ist jedoch nicht mit einem allgemeinen Recht auf Auskünfte über die gewöhnlichen Geschäftsführungsmaßnahmen zu vergleichen, sondern hängt wiederum in einem entscheidenden Maß von der jeweiligen Ausgestaltung in der Satzung ab. Darüber hinaus verfügen die Kommanditisten über ein kollektives Informationsrecht, welches sich inhaltlich mit den individuellen Informationsrechten deckt. Das kollektive Informationsrecht setzt einen entsprechenden Beschluss der Gesellschafterversammlung voraus.

Einige der in Deutschland tätigen PE-Fonds haben die Form einer Gesellschaft des bürgerlichen Rechts (GbR). Hierbei handelt es sich um einen vertraglichen Zusammenschluss von natürlichen oder juristischen Personen zur Förderung eines von den Gesellschaftern verfolgten Zwecks.[9] In einer GbR besteht, sofern im Gesellschaftsvertrag nichts Anderes

[9] In diesem Fall ist es die Haltung und Veräußerung von PE-Beteiligungen.

vereinbart ist, die Gesamtgeschäftsführung, d.h. für jedes Geschäft ist die Zustimmung aller Gesellschafter erforderlich. Die Geschäftsführung kann allerdings auch entweder an einen Gesellschafter oder an eine von Initiatoren geführte Managementgesellschaft übertragen werden. Die Gesellschafter der GbR haften unbeschränkt mit ihrem gesamten Vermögen. Eine Haftungsbeschränkung im Rahmen einer individuellen Vertragsabsprache mit den Gläubigern ist nach einem BGH-Urteil vom 27. September 1999[10] jedoch möglich. Der Zusammenschluss im Rahmen einer beteiligungsorientierten GbR hat für den Beteiligungsnehmer den Vorteil, dass er es nicht mit einer Mehrzahl von einzelnen Kapitalgebern, sondern ausschließlich mit der GbR als Gesellschafter zu tun hat.

B.I.2.2 Typischerweise verwendete Formen von Kapitalgesellschaften

Private Equity-Fonds können auch als AG, KGaA oder als GmbH geführt werden, was in den letzten Jahren auch vermehrt von Gesellschaften genutzt wurde. Als Gründe hierfür sind die sich abzeichnende Verschärfung der Besteuerung von Personengesellschaften[11] und die Vereinnahmung weitgehend steuerfreier Veräußerungsgewinne und Ausschüttungen bei dem Erwerb von Kapitalgesellschaftsanteilen durch eine andere Kapitalgesellschaft zu nennen (vgl. Sohbi (2003)). Die Rechtsform der GmbH wird bspw. auf Grund ihrer großen Flexibilität bei der Gestaltung ihrer inneren Verfassung meistens von Fonds mit einem überschaubaren Kreis an institutionellen Anlegern genutzt. Zudem besteht die Möglichkeit sie in ihrer Handhabung weitgehend der GmbH & Co.KG anzupassen. Die Gesellschafter der GmbH sind nicht nur weitgehend frei hinsichtlich der Regelungen ihrer Gesellschafterrechte im Gesellschaftsvertrag, sondern haben auch die Möglichkeit, wie dies bei der GmbH & Co.KG der Fall ist, unter bestimmten Voraussetzungen eine unterjährige Ausschüttung durchzuführen, während Aktionäre der AG nur einen jährlichen Anspruch auf den Jahresüberschuss, bzw. den Bilanzgewinn haben (vgl. Sohbi (2003)). Sollte der Fonds jedoch einen zukünftigen Börsengang anstreben oder sollte eine Vielzahl von Anlegern angesprochen werden, eignet sich die Rechtsform der KGaA oder der AG wesentlich besser.

<u>Aktiengesellschaft (AG)</u>

---

10 Siehe HFR 2000, S. 528.

11 Insbesondere spielte hier in der Vergangenheit die Tatsache eine Rolle, dass, nach dem Entwurf eines BMF-Schreibens vom 28. November 2001, die erzielten Veräußerungsgewinne in vielen Fällen als Gewinne mit Gesellschafts- und Geschäftsanteilen aus dem gewerblichen Handel angesehen werden sollten und somit auf der Ebene des PE-Fonds zur Gewerbesteuer führten. Dieser Entwurf wurde jedoch zurückgezogen und nach langen Diskussionen nun letztendlich mit dem Schreiben vom 16. Dezember 2003 ersetzt, das für die PE-Branche eine wesentliche Erleichterung darstellt (siehe Kapitel B.II.2.1 zur detaillierten Analyse dieses Schreibens).

Firmiert der Fonds als AG, wird ein Grundkapital von 50.000 € gefordert. Die Geschäftsleitung einer AG ist den Aktionären grundsätzlich zwingend entzogen. Der Vorstand trifft somit seine Entscheidungen nach eigenem Ermessen ohne Beeinflussung durch andere Organe der AG. Er ist jedoch nach herrschender Meinung dazu verpflichtet, beim Treffen seiner Entscheidungen alle mit dem Unternehmen zusammenhängenden Interessen zu berücksichtigen, was wiederum bedeutet, dass auch eine alleinige Berücksichtigung der Hauptversammlung ohne Rücksicht auf andere Interessensgruppen, wie bspw. die Arbeitnehmer, mit der herrschenden Auffassung über die Aufgaben des Vorstandes nicht konform wäre. Eine direkte Kontrolle erfährt der Vorstand nur über den Aufsichtsrat. Der Vorstand hat dem Aufsichtrat regelmäßig Bericht zu erstatten. Des Weiteren erteilt der Aufsichtsrat dem von der Hauptversammlung bestimmten Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag für den Jahres- und Konzernabschluss und verpflichtet sich einen Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte für bestimmte Arten von Geschäften anzuordnen.

Die im Gesetz festgelegten Informations- und Kontrollrechte der Aktionäre sind ähnlich wie bei den Gesellschaftern der GmbH & Co.KG stark beschränkt und können nur über die Hauptversammlung ausgeübt werden. Im Gegensatz zu den Gesellschaftern bei einer Personengesellschaft oder einer GmbH steht der Hauptversammlung keine Weisungsbefugnis gegenüber dem Vorstand zu (siehe § 119 Abs. 2 AktG). Die Aktionäre haben lediglich das Recht auf die Erteilung von Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft. Der Vorstand ist jedoch unter der Bedingung, dass die Informationsvergabe zu einem nicht unerheblichen Schaden der Gesellschaft führen würde, bzw. wenn sich die Fragen auf steuerliche Wertansätze oder auf stille Reserven beziehen, dazu befugt Auskünfte zu verweigern. Speziell bei einer Private Equity-AG haben die Aktionäre einen höheren Informationsbedarf, der aber weder durch den Aufsichtsrat, noch durch den Vorstand befriedigt werden kann. Der Aufsichtsrat ist nach § 116 AktG zur Verschwiegenheit verpflichtet. Bei einer börsennotierten AG verpflichtet sich zwar der Vorstand gegenüber der Börse seinen Aktionären regelmäßig auch außerhalb der Hauptversammlung Informationen zu gewähren, ist jedoch durch die aktienrechtliche Kompetenztrennung zur eigenständigen Leitung angewiesen und nur der Kontrolle des Aufsichtsrates unterzogen. Er kann sich also nur schwerlich zu einer ständigen und umfassenden Berichterstattung verpflichten.

Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA)

Private Equity-Fonds haben außerdem die Möglichkeit die KGaA, eine Art Mischform zwischen der Aktiengesellschaft und Kommanditgesellschaft, als Beteiligungsform zu wählen. Die KGaA hat ebenso wie die AG ein Grundkapital von 50.000 € aufzuweisen. Hinsichtlich ihrer Führungsstruktur ist sie nahezu identisch mit einer Kommanditgesellschaft; hinsichtlich ihrer Kapitalstruktur bzw. ihrer Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten (bspw. dem Börsengang) gleicht sie jedoch eher einer AG. Genauso wie bei einer gewöhn-

lichen KG haften die Komplementäre unbeschränkt; die Haftung der Kommanditisten ist jedoch auf ihre Einlagen reduziert.

Die Organe der KGaA sind die Hauptversammlung und der Aufsichtsrat, einen Vorstand gibt es nicht. Seine Rolle übernehmen die persönlich und somit unbeschränkt haftenden Gesellschafter. Diesen stehen die Geschäftsführung sowie die Vertretung der Gesellschaft nach außen zu. Sie können zugleich auch Kommanditaktionäre sein, womit sie zusätzlich noch das Stimmrecht in der Hauptversammlung wahrnehmen können. Alle wichtigen in der Hauptversammlung getroffenen Entscheidungen sind grundsätzlich von der Zustimmung der persönlich haftenden Gesellschafter abhängig (vgl. §§ 278-290 AktG).

Für Informations- und Kontrollrechte ist wiederum das Aktienrecht entscheidend. Dies führt dazu, dass die Kommanditaktionäre ihr Auskunftsrecht nur in der Hauptversammlung geltend machen können und somit das Recht auf aperiodische, bzw. individuelle Berichterstattung entfällt.

Ein deutlicher Vorteil der Rechtsform KGaA für die Aktionäre gegenüber der AG ist jedoch, dass der Jahresabschluss zwingend von der Hauptversammlung festgestellt wird und damit das Auskunftsverweigerungsrecht des Vorstandes zu Fragen der Bilanzierung und Bewertung nicht mehr besteht.

Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)

Bei einem als GmbH gegründeten Fonds haften die einzelnen Gesellschafter nur mit ihrer Kapitaleinlage. Es ist ein Stammkapital von mindestens 25.000 € zur Gründung erforderlich, von dem jeder Gesellschafter mindestens eine Einlage von 100 € zu leisten hat. Im Gegensatz zu einer Aktiengesellschaft besitzt die GmbH hinsichtlich der Gestaltung des Gesellschaftsvertrages einen wesentlich größeren Freiraum. So ist es den Gesellschaftern zum Beispiel möglich neben der Geschäftsführung und der Gesellschafterversammlung, die gesetzlich vorgeschrieben sind, weitere Organe gesellschaftsvertraglich einzurichten, bzw. die Rechte von bestimmten Gesellschaftern einzuschränken oder auszuweiten. Die investoren-freundliche Konzeption der GmbH zeigt sich auch schon in ihrer hierarchischen Gestaltung. Bei der GmbH besteht zwar eine umfassende Geschäftsführungsbefugnis des Geschäftsführers, wodurch ein Mitspracherecht der anderen Gesellschafter bei der Geschäftsführung grundsätzlich ausgeschlossen ist. Die Gesellschafterversammlung ist jedoch das oberste Organ der Gesellschaft. Sie ist somit gegenüber den Geschäftsführern weisungsbefugt und kann diese jederzeit abberufen. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit im Gesellschaftsvertrag einzelnen Gesellschaftern, also auch Minderheitsgesellschaftern, erweiterte Rechte einzuräumen.

Das wohl wichtigste Individualrecht des GmbH-Gesellschafters ist das Auskunftsrecht nach § 51a GmbHG. Dieses kann durch den Gesellschaftsvertrag weder eingeschränkt noch entzogen werden. § 51a GmbHG besagt, dass die Geschäftsführer jedem Gesellschafter auf Wunsch unverzüglich und ausführlich, auch außerhalb der Gesellschafterversammlung, über alle Angelegenheiten der Gesellschaft[12] Auskunft zu geben haben. Die Forderung nach Auskunft, die nach herrschender Meinung nicht ohne ein echtes Informationsbedürfnis gestellt werden darf, kann von den Geschäftsführern abgewiesen werden, wenn die gegebenen Informationen zu einem nicht unerheblichen Schaden der Gesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens führen könnten. Ferner haben die Gesellschafter das Recht Einsicht in die Bücher und Schriften der Gesellschaft zu nehmen. Auch ohne die ausdrückliche Anordnung der Gesellschafter sind die Geschäftsführer verpflichtet die Gesellschafter über wesentliche Entwicklungen oder Vorhaben rechtzeitig und umfassend zu informieren. Zur Konkretisierung dieser Pflichten haben die Investoren auf eine umfangreiche und präzise Gestaltung der Informationsordnung im Gesellschaftsvertrag zu achten (vgl. Sohbi (2003)).

B.I.3 Zusammenfassung

B.I.3.1 Wesentliche Unterschiede und Gemeinsamkeiten

Gemeinsam haben alle gesetzlich typisierten Beteiligungsformen, dass sie strengen Anlagerestriktionen unterliegen, die nur bei der UBG durch steuerliche Privilegien (Gewerbesteuerbefreiung, Umsatzsteuerbefreiung) teilweise aufgewogen werden. Unterschiedlich ist u.a. die Höhe des aufzubringenden Grundkapitals. Das höchste Grundkapital mit einer Million € hat die UBG (1 Mio. €), bzw. die KAG im Fall des Angebots bestimmter Nebendienstleistungen (2,5 Mio. €), aufzubringen. Die Initiatoren der Investmentaktiengesellschaft müssen nur 300.000 € Grundkapital zur Gründung bereitstellen. Der wesentliche Unterschied zwischen der KAG und der „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ besteht darin, dass die KAG (ebenso wie die „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“) zu den offenen Fondstypen gehört, und somit zu einer ständigen Rücknahme der Anteile verpflichtet ist. Im Gegensatz zu einer KAG findet bei einer Investmentaktiengesellschaft keine Trennung zwischen dem Vermögen der Gesellschaft und dem zu verwaltenden Sondervermögen statt. Diese Trennung dient zum Schutz der Anleger. Im Falle einer Insolvenz der PE-Gesellschaft geht zwar das Vermögen der Gesellschaft, aber nicht das Sondervermögen mit den Anteilen der Anleger in die Insolvenzmasse mit ein.

Die wesentlichen Unterschiede zwischen den einzelnen gesetzlich nicht typisierten Beteiligungsformen beziehen sich auf die Höhe des Grundkapitals, die Besteuerung, die Haftung

---

[12] Betrifft die Geschäftsführung, die wirtschaftlichen Verhältnisse, die innergesellschaftlichen Beziehungen sowie die Beziehungen zu Dritten und verbundenen Unternehmen.

sowie die verschiedenen Ausprägungen der Informations- und Kontrollrechte und dem Grad an Flexibilität. So müssen Personengesellschaften kein Grundkapital zur Verfügung stellen, da in den dargestellten Rechtsformen entweder die geschäftsführende GmbH als Komplementär oder die Gesellschafter der GbR die unbeschränkte Haftung übernehmen. Die Personengesellschaften sind steuerlich transparent, da die Ertragsteuersubjekte ausschließlich die Gesellschafter sind, während Kapitalgesellschaften eine eigene Steuersubjektfähigkeit besitzen. Bei den reinen Kapitalgesellschaften wie der AG und der GmbH ist die Haftung auf das Gesellschaftsvermögen begrenzt. Es muss jedoch ein gesetzliches Mindestkapital bereitgestellt werden, welches je nach Rechtsform unterschiedlich hoch ist. Die GmbH hat ein Grundkapital von 25.000 € und die AG ein Grundkapital von 50.000 € aufzuweisen. Die KGaA, die eine hybride Rechtsform darstellt, muss trotz ihrer unbeschränkten Haftung der persönlich haftenden Gesellschafter (Komplementäre) ein gesetzliches Mindestkapital von 50.000 € haben.

Bei fast allen dargestellten Rechtsformen, außer der GbR, die aus gleichberechtigten Gesellschaftern besteht, sind die Informations- und Kontrollrechte stark eingeschränkt. Lediglich bei der GmbH & Co.KG und der GmbH ist eine satzungsmäßige Erweiterung der Rechte, bzw. eine Kontrolle durch die Gesellschafterversammlung als oberstes Organ üblich. Bei den anderen Kapitalgesellschaften wird durch ihre starre hierarchische Gestaltung der Ausweitung dieser Rechte ein Riegel vorgeschoben. So können bspw. bei der AG und der KGaA die erhöhten Informationsansprüche der Anteilsinhaber weder durch den Aufsichtsrat, der zur Verschwiegenheit verpflichtet ist, noch durch den Vorstand (bzw. den persönlich haftenden Gesellschafter), der zu eigenständigen Leitung angewiesen ist, befriedigt werden.

B.I.3.2 Eignung der einzelnen Typen als PE-Vehikel in Deutschland

Die UBG besitzt nur begrenzte Möglichkeiten zur Anlage in Beteiligungen an ausländischen Unternehmen. Somit eignet sich diese Unternehmensform nur für inlandsorientierte PE-Fonds, die ihren Schwerpunkt auf Beteiligungen an inländischen Unternehmen gesetzt haben. Zu beachten ist außerdem, dass die Gewerbesteuerbefreiung der UBG ein gesetzlich geregeltes Steuerprivileg darstellt und somit jederzeit wieder abgeschafft werden kann. Deshalb muss sich eine Gesellschaft im Vorhinein fragen, ob sie auf dieser unbeständigen Basis einen Fonds mit einer Laufzeit von zehn bis zwölf Jahren errichten will (vgl. Rodin (2003)). Diese Form wird aufgrund der Freistellung vom § 32a GmbHG z.Z. verstärkt von Sparkassen eingesetzt.

Ob sich das „gemischte Sondervermögen“, die „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ sowie die neu geschaffene „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“ nach der Liberalisierung der Anlagemöglichkeiten durch das Investment-

modernisierungsgesetz als Fondsvehikel eignen, bleibt fraglich. Es bestehen immer noch Einschränkungen in Bezug auf die Anlagepolitik, der aber auf der anderen Seite keinerlei steuerliche Erleichterungen entgegenstehen. Die „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“ bietet aus Sicht der Investoren eine attraktive Möglichkeit durch die Konzeption des offenen Fonds, mit dem eine ständige Rücknahme der Anteile gewährleistet ist. Zu bedenken ist allerdings, dass PE-Investments i.d.R. sehr illiquide sind und dieses Vehikel aus diesem Grund nur selten geeignet ist.

Bei den gesetzlich nicht typisierten Beteiligungsformen eignen sich für Investoren, die auf eine direkte und unmittelbare Corporate Governance (hinsichtlich eines ausgeprägtem Kontrollapparates) Wert legen, die Rechtsformen der GmbH & Co.KG und der GmbH als Fondsvehikel am besten. Sie bieten den Investoren eine größere Gestaltungsfreiheit ihrer Rechte untereinander und gegenüber den Geschäftsführern. Ferner kann die Haftungsbeschränkung entscheidend sein. Die Konzeption der AG oder KGaA ist, trotz ihrer beschränkten Informations- und Kontrollrechte, bei einem größeren Anlegerkreis oder einem angestrebten Börsengang zu empfehlen. Für Personengesellschaften spricht ihre steuerliche Transparenz.

B.I.3.3 Bedeutung der einzelnen Typen in Deutschland

Die in Deutschland sicherlich größte Bedeutung im PE-Bereich hat die Rechtsform der GmbH & Co.KG. Tabelle 2 zeigt eine Auflistung der im Jahr 2004 beim BVK geführten Mitglieder.

Tabelle 2: Verteilung von Rechtsformen der BVK-Mitglieder

GmbH	141
AG	48
GmbH & Co.KG	11
KGaA/ GmbH & Co.KGaA	4
Sonstige (bzw. keine Rechtsformangabe)	58

Quelle: BVK-Mitgliederverzeichnis, www.bvk-ev.de

Auf den ersten Blick überwiegt zwar der Anteil an GmbHs. Darunter sind jedoch auch viele Managementgesellschaften, die das eigentliche Beteiligungsvermögen gesondert, meistens in der Form einer GmbH & Co.KG, halten (vgl. Leopold et al. (2003)).

Der deutsche Private Equity-Markt ist im Wesentlichen immer noch unreguliert. Den gesetzlich typisierten Beteiligungsformen kommt bis heute eine eher geringe Bedeutung im PE-Markt zu. Die Gründung einer deutschen eingetragenen Gesellschaft, die in PE-Anlagen investiert, bedarf bis heute keiner staatlichen Lizenz. Regulierungsversuche innerhalb dieses Segments in Form der Einführung der UBGs, des Beteiligungs-Sondervermögens oder der geschlossenen Fonds in der Rechtsform einer Investmentakti-

engesellschaft fanden bisher keine größere Akzeptanz am Markt. So hat bspw. die UBG ihre erhoffte Breitenwirkung auf Grund ihrer zu strengen Anlagegrenzen bis heute noch nicht erreicht. Bei dem (ehemaligen) Beteiligungs-Sondervermögen und der „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ erwies sich die Einführung als noch schwieriger. So wurde bis Ende 2003 kein Beteiligungs-Sondervermögen oder eine „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ gegründet. Der Erfolg des „gemischten Sondervermögens“, sowie der liberalisierten „Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital“ und der neu geschaffenen „Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital“ ist abzuwarten. Diese Regulierungsversuche scheiterten vor allem daran, dass Unternehmen die nicht den strengeren Anforderungen der oben genannten Gesetze entsprechen, ebenso Private Equity-Geschäfte betreiben können.

B.I.4 Grundmodell eines deutschen Private Equity-Fonds in Form einer GmbH & Co.KG

Struktur und Betätigung der Private Equity-Gesellschaften variieren. Typisierend kann jedoch in Deutschland von folgender Gestaltung ausgegangen werden: Die erforderlichen Mittel werden in einem Fonds gesammelt, der die Rechtsform einer GmbH & Co.KG (Fonds-KG) benutzt. Als Investoren beteiligen sich in- und ausländische Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen, Unternehmen und vermögende Privatleute; sie werden Kommanditisten.

Aus dem gesammelten Kapital werden Beteiligungen an Portfolio-Unternehmen eingegangen, die i.d.R. drei bis sieben Jahre bestehen. Danach werden die Beteiligungen veräußert. Die Kapitalrückzahlung erfolgt über die Verteilung des mit der Veräußerung der Beteiligungen erzielten Gewinns. Die Veräußerung unterschiedlicher Beteiligungen aus dem Portfolio des Private Equity-Fonds erfolgt zu unterschiedlichen Zeitpunkten. Die Gewinne werden i.d.R. nicht reinvestiert, sondern direkt an die Gesellschafter ausgezahlt.

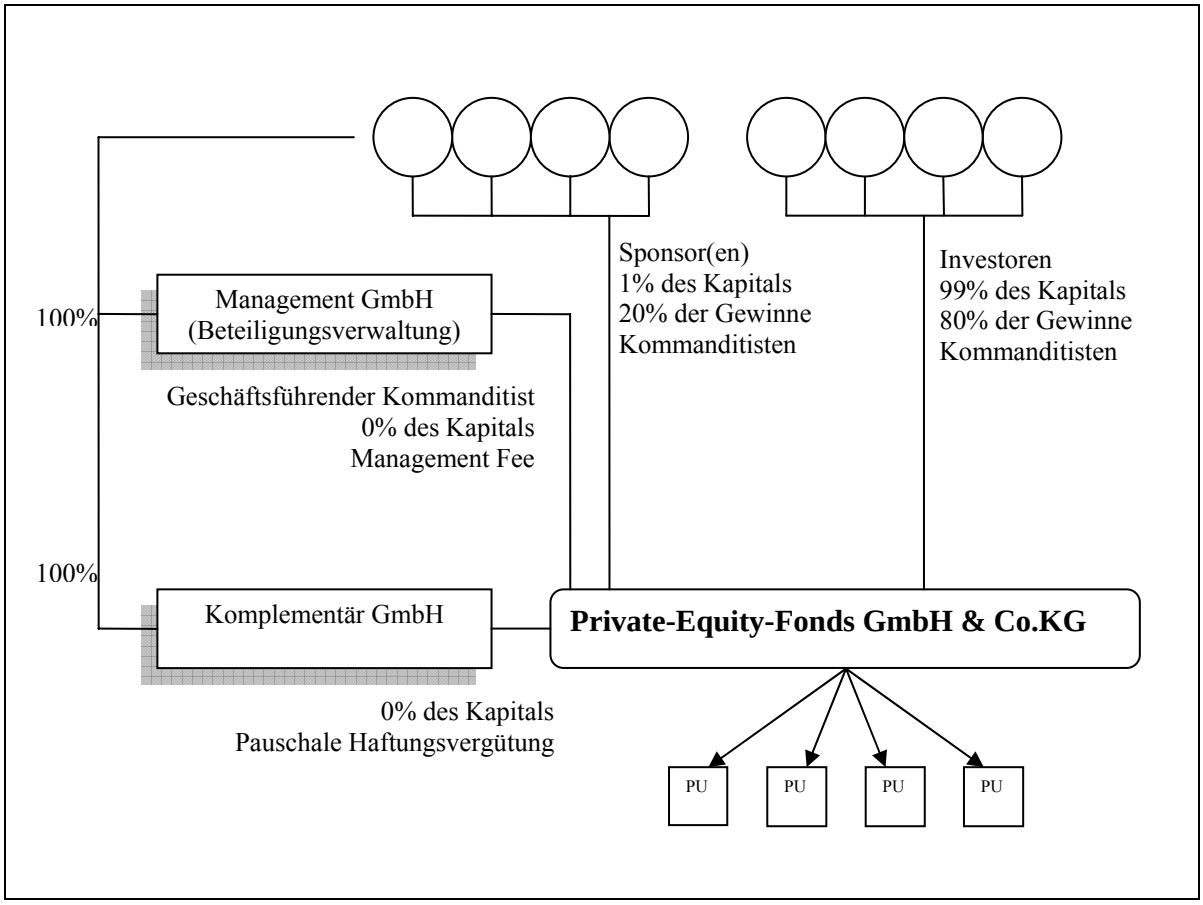
Der Fonds wird von einem auf solche Aufgaben spezialisierten und als Sponsor (Initiator) bezeichneten General Manager geführt. Seine Aufgabe besteht in der Gewinnung von Investoren, der Auswahl von Portfolio-Unternehmen, ihrer Betreuung, Beratung und Kontrolle sowie schließlich der Veräußerung. Diese kann üblicherweise nach einem Börsengang oder durch Verkauf an ein anderes Unternehmen, ggf. auch an einen anderen Investor vorgenommen werden. Der Erlös wird jeweils an die Kommanditisten ausgeschüttet. Weder der Sponsor (üblicherweise sind es mehrere Personen) noch eine andere Person als Komplementär übernehmen eine unbeschränkte unmittelbare und persönliche Haftung. Diese wird von einer zu diesem Zweck vom Sponsor gegründeten Komplementär GmbH übernommen. Die Haftung ist somit gemäß § 13 Abs. 2 GmbHG nur auf das Gesell-

schaftsvermögen des Sponsors beschränkt. Der Sponsor hält außerdem typischerweise 1% als Gründungskommanditist am Kommanditkapital der Fonds-KG.

Die Durchführung der Investitionsentscheidungen, die Förderung und Überwachung der Portfolio-Unternehmen, sowie die Gestaltung und der Abschluss der erforderlichen Verträge erfolgt entweder über den Komplementär GmbH oder eine weitere Managementgesellschaft (Management GmbH). Für ihre Tätigkeit erhält diese eine Bezahlung (üblicherweise einen festen jährlichen Vorabgewinn) - die sog. Management Fee, die typischerweise 2% p.a. des Zeichnungskapitals ausmacht (bei besonders hohem Aufwand beträgt sie bis zu 5%), mit der die Personal- und Sachaufwendungen bestritten und ein Überschuss erzielt werden kann. Die Managementgesellschaft ist i.d.R. Kommanditist ohne Kapitalbeteiligung. Typischerweise setzt sich ihr Gesellschafterkreis aus den Sponsoren zusammen.

Abbildung 1 stellt das Grundmodell eines deutschen Private Equity-Fonds dar.

Abbildung 1: Grundmodell eines deutschen Private Equity-Fonds



Quelle: Watrin und Gocksch (2002).

Der Sponsor ist am Restgewinn der KG beteiligt (Carried Interest). Nach den Gesellschaftsverträgen erhalten die Anlegerkommanditisten eine Vorabverzinsung auf ihre Ein-

lagen (Hurdle Rate). Vom Mehrgewinn stehen dem Sponsor i.d.R. 20% zu. Mit der Gesellschaftsbeteiligung soll der Sponsor im eigenen Interesse zu einer sorgfältigen Geschäftsführung angehalten werden. Durch diese Kompensationsstruktur wird ferner dem mit der Nachrangigkeit gesteigerten Beteiligungsrisiko Rechnung getragen.

B.II Anwendbare Normen des Kapitalmarktrechts, Aufsichtsrechts und Steuerrechts

B.II.1 Kapitalmarktrecht, Aufsichtsrecht und Regulierung

Aus den Ausführungen des vergangenen Kapitels ergibt sich, dass in Deutschland für Private Equity-Fonds kein gesetzlicher Typenzwang besteht. Dies bedeutet jedoch nicht, dass PE-Fonds völlig unreglementiert tätig werden können. Im Folgenden soll untersucht werden, ob eine Prospektpflicht (Art. 2 § 8f AnSVG) und eine Erlaubnispflicht (§ 32 KWG) zu beachten sind. Ferner werden die Anlagegrenzen für institutionelle Investoren im Hinblick auf Private Equity untersucht. Zum Schluss werden die aktuellen Änderungen im Kapitalmarktrecht kurz diskutiert.

B.II.1.1 Prospektpflicht

Mit der aktuellen Änderung des Verkaufsprospektgesetzes (VerkProspG) und seiner Eingliederung in das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)[13] kam es zu einer Ausweitung des Anwendungsbereiches der zukünftigen Prospektpflicht. Während sich nach dem alten VerkProspG die Prospektpflicht auf die Ausgabe von erstmals im Inland öffentlich angebotenen nicht an einer inländischen Börse gelisteten Wertpapieren[14], die kapitalmarktfähig sind, beschränkte, erstreckt sich nach Art. 2 § 8f Abs. 1 AnSVG der Anwendungsbereich grundsätzlich auf im Inland öffentlich angebotene nicht in Wertpapieren verbriefte Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, auf Treuhandvermögen oder geschlossene Fonds. Explizit genannt werden zudem Namensschuldverschreibungen. Zu den Unternehmensanteilen gehören Unternehmensbeteiligungen an Personenhandelsgesellschaften, GmbH-Anteile, Anteile an BGB-Gesellschaften, Genossenschaftsanteile, stille Beteiligungen an o.g. Gesellschaften oder an bestimmten Vermögensmassen solcher Gesellschaften sowie Beteiligungen an ausländischen Unternehmen anderer Rechtsformen. Öffentlich ist nach Gesetzesbegründung jedes beliebige Anbieten und jede Werbung, die sich an einen unbestimmten Personenkreis richtet (bspw. auch Werbung

---

13 Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz wurde am 1.7.2004 vom Bundestag beschlossen.

14 Die Prospektpflicht für Wertpapiere, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, wird im BörsG geregelt.

über die eigene Website). Bei falschen Angaben greift die Prospekthaftung nach Art. 2 § 13 AnSVG.

Der Anbieter muss den für die Vermögensanlage zu erstellenden Verkaufsprospekt vor der Veröffentlichung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als Hinterlegungsstelle übersenden. Der Verkaufsprospekt darf erst veröffentlicht werden, wenn die BaFin die Veröffentlichung gestattet. Die BaFin teilt dem Anbieter ihre Entscheidung hinsichtlich der Gestattung innerhalb von zwanzig Werktagen nach Vorlage des Prospektentwurfs mit. Ergeht innerhalb dieser Frist keine Entscheidung der BaFin, gilt dies nicht als Gestattung.

Wesentliche Angaben, die im Prospekt enthalten sein müssen, betreffen: 1. die erforderlichen Angaben zu den Personen oder Gesellschaften, die für den Inhalt des Verkaufsprospekts insgesamt oder für bestimmte Angaben die Verantwortung übernehmen, 2. die Beschreibung der angebotenen Vermögensanlagen und ihrer Hauptmerkmale sowie der verfolgten Anlageziele der Vermögensanlage einschließlich der finanziellen Ziele und der Anlagepolitik, 3. die erforderlichen Angaben über die Gesellschaft im Sinne von Abs. 1 Satz 2, 4. die erforderlichen Angaben zu dem Emittenten der Vermögensanlage, zu seinem Kapital und seiner Geschäftstätigkeit, seiner Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich des Jahresabschlusses und des Lageberichtes und 5. die erforderlichen Angaben zu den Geschäftsaussichten des Emittenten und über seine Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane.

Für die typische deutsche Fondsstruktur der GmbH & Co.KG war das Verkaufsprospektgesetz bislang nicht anwendbar, da Personengesellschaftsanteile nicht den Wertpapierbegriff erfüllten. Dies hat sich nun mit dem AnSVG geändert und es besteht für ein öffentliches Angebot von Anteilen eine Prospektpflicht und Prospekthaftung. In § 8 Abs. 2 AnSVG sind jedoch einige Ausnahmefälle vorgesehen, bei denen die Prospektpflicht nicht gilt: Es werden nicht mehr als 20 Anteile angeboten. Der Verkaufspreis übersteigt nicht 100.000 € innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten. Der Preis jedes Anteils beträgt mindestens 50.000 €. Die Erfüllung einer Bedingung ist ausreichend.

Es war jedoch bereits in der Vergangenheit üblich, dass Fonds, die an einem relativ breiten Investorenkreis interessiert sind, Prospekte veröffentlichen. Da sich bereits unter der alten Regelung in diesem Fall auch bei fehlender gesetzlicher Prospektpflicht Folgen auf Grund der Prospekthaftung ergaben (vgl. Weitnauer (2001)), in dem für Emittenten die allgemeinen Grundsätze der Haftung für die richtige und vollständige Information und Aufklärung von Anlegern galten, sind aus unserer Sicht mit der Einführung der Prospektpflicht und Prospekthaftung im PE-Bereich keine großen Änderungen verbunden.

B.II.1.2 Erlaubnispflicht

Erlaubnispflicht einer Fondsgesellschaft: Will eine Fondsgesellschaft im Inland „gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, *Bankgeschäfte* betreiben oder *Finanzdienstleistungen* erbringen“ (§ 32 KWG), benötigt sie eine schriftliche Erlaubnis der BaFin. Die Erbringung der beschriebenen Genehmigung nach § 32 KWG ist für eine Kapitalgesellschaft bereits Voraussetzung für den Eintrag ins Handelsregister. Bei Personengesellschaften, bei denen die Träger der Erlaubnispflicht nicht die Gesellschaft, sondern die persönlich haftenden Gesellschafter sind, ist der Unternehmensgegenstand nicht eintragungsfähig und damit nicht genehmigungsfähig.

Prinzipiell haben *Bankgeschäfte* im Sinne von § 1 Abs. 1 KWG für Private Equity-Beteiligungen grundsätzlich keine Relevanz, so dass nur noch die Erbringung von *Finanzdienstleistungen* im Sinne von § 1 Abs. 1a KWG durch einen Fonds hinsichtlich der Erlaubnispflicht zu prüfen ist (vgl. Weitnauer (2001)). Der in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG im Hinblick auf die besagte Erbringung von Finanzdienstleistungen beschriebene „*Eigenhandel*“ scheidet für PE-Fonds bereits im Vorhinein aus, da diese Beteiligungsverhältnisse nicht zum Zwecke des Handels, bzw. Weiterverkaufs, eingegangen werden. Im Hinblick auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen muss ferner der Tatbestand der „*Finanzportfolioverwaltung*“ gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG geprüft werden, der in der Verwaltung von Finanzinstrumenten[15] für Andere mit Entscheidungsspielraum besteht. Das Kriterium der „Finanzportfolioverwaltung“ ist für Kapitalgesellschaften nicht anwendbar, da sie als juristische Person eine eigene Rechtspersönlichkeit besitzen und damit auch ausschließlich ihr „eigenes Vermögen“ verwalten. Für Personengesellschaften findet dieses Kriterium mit wenigen Ausnahmen ebenfalls keine Anwendung.[16]

Zusammenfassend ist eine Fondgesellschaft unabhängig von ihrer Rechtsform nicht als Finanzdienstleistungsunternehmen im Sinne des § 1 Abs. 1a Satz 1 KWG zu sehen, sondern als „*Finanzunternehmen*“ gemäß § 1 Abs. 3 Nr. 1, 5 KWG zu beurteilen. Finanzunternehmen unterliegen lediglich einer Anzeigepflicht bei der Aufnahme oder Einstellung ihres Geschäftsbetriebs. Eine Erlaubnispflicht für Fondsgesellschaften ist zu verneinen.

Erlaubnispflicht einer Managementgesellschaft: Bei der in Deutschland typischen Konstruktion des PE-Fonds als GmbH & Co.KG und der damit verbundenen Übertragung der Geschäftsführung an eine eigenständige Managementgesellschaft stellt sich nun die Frage, ob nicht durch die Managementgesellschaft die in § 32 KWG beschriebenen Finanzdienst-

---

15 Diese bestehen im Wesentlichen aus Aktien, sowie anderen handelbaren und umlauffähigen Wertpapieren.

16 Vgl. Weitnauer (2001) zu GbR-Investment-Clubs.

leistungen erbracht werden und damit eine Erlaubnispflicht geboten wäre.[17] In diesem Fall müssen zuerst die Kriterien der „*Anlage- und Abschlussvermittlung*“ (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1) geprüft werden.

Unter einer „*Abschlussvermittlung*“ ist die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen und für fremde Rechnung zu verstehen. Dies trifft bei der Managementgesellschaft nicht zu, wenn sie als Organ des Fonds, bspw. als Komplementär einer KGaA, tätig wird. Sie handelt in diesem Fall vielmehr als der Fonds selbst, da Kapitalgesellschaften nur durch ihre Organe handlungsfähig sind. Bei Personengesellschaften ist zu beachten, dass die Abtretung der Geschäftsführung an eine Managementgesellschaft nicht zur gleichzeitigen Einräumung der Vertretungsmacht führt. Somit ist das Handeln im „fremden Namen“ auf „fremde Rechnung“ hier ausgeschlossen und die Abschlussvermittlung ebenfalls zu verneinen.

Unter dem Tatbestand der „*Anlagevermittlung*“ ist die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten zu verstehen. Der Vermittler bekommt für seine Tätigkeit eine von dem abgeschlossenen Beteiligungsverhältnis abhängige Provision. Managementgesellschaften stehen jedoch in einem Vertragsverhältnis mit dem PE-Fonds und erhalten für ihre Leistungen eine vom Zustandekommen des Beteiligungsverhältnisses unabhängige Vergütung, so dass auch das Kriterium der Anlagevermittlung hier keine Anwendung findet.

Auch das Kriterium der „*Finanzportfolioverwaltung*“ muss hier verneint werden, da die Geschäftsführung einer Personengesellschaft nicht vollständig auf die Managementgesellschaft übertragen wird, sondern die Anlageentscheidung am Ende von der Zustimmung der Initiatoren abhängt. Bei Fonds in Form einer Kapitalgesellschaft liegt stets ein „Selbsthandeln“ des Fonds vor. Dies schließt bereits die Existenz einer Verwaltungshandlung aus.

Erlaubnispflicht einer Vertriebsgesellschaft: Bei Fonds in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft, die Finanzinstrumente gemäß § 1 Abs. 11 KWG ausgeben und sich zum Vertrieb einer Vertriebsgesellschaft bedienen, stellt sich wiederum der Frage der Erlaubnispflicht gemäß § 32 KWG. Hierbei sind wieder die Tatbestände der Abschluss- und Anlagevermittlung zu prüfen. Doch selbst wenn hierdurch eine Erlaubnispflicht gegeben wäre, betrifft diese nur die Vertriebsgesellschaft und nicht den Fonds an sich. Sollte die Fondsgesellschaft ihre Anteile selbst veräußern, ist dies keine Abschluss-, bzw. Anlagevermittlung für, bzw. an Andere und somit nicht erlaubnispflichtig.

---

[17] Soweit die Managementgesellschaft sich mit Investitionen befasst und es sich hierbei um Beteiligungen an Aktiengesellschaften handelt.

Zusammenfassend ist also eine Erlaubnispflicht nach § 32 KWG zu verneinen (vgl. Weitnauer (2001)).

B.II.1.3 Anlagegrenzen für institutionelle Investoren

Bei Private Equity-Anlagen handelt sich in der Regel um unregulierte, d.h. keinem speziellen Aufsichtsrecht unterliegende Personen- oder Kapitalgesellschaften, an denen sich Investoren durch Anteilserwerb beteiligen. Hierbei werden institutionelle Investoren durch diverse Rechtsvorschriften, die im Zentrum der Untersuchungen dieses Kapitels stehen, in ihren Handlungen begrenzt.

Der größte Teil der Mittelzuflüsse der deutschen PE-Fonds kommt über die Beteiligung institutioneller Anleger - Banken, Versicherungsunternehmen[18] und Pensionsfonds. Die meisten institutionellen Anleger unterliegen Regulierungsvorschriften bezüglich Art und Höhe ihrer Anlagen. Davon ausgenommen sind lediglich die Banken, die zwar hinsichtlich Zulassung und der Eigenkapitalvorschriften sehr stark reguliert sind, aber in ihrer Anlagepolitik weitgehend frei sind. Zunächst wird eine eingehende Analyse der Anlagevorschriften der drei o.g. Typen von institutionellen Anlegern durchgeführt. Für Deutschland sind dabei vor allem das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) sowie die beiden Verordnungen, Anlageverordnung (AnlV) und Pensionsfonds-Kapitalanlagen-Verordnung (Pensionsfonds-KapitalanlagenVO), maßgebend.

Banken

Banken unterliegen zwar relativ weitgehenden Vorschriften hinsichtlich der risikoadäquaten Ausstattung mit Eigenkapital, in ihrer Anlagepolitik sind Banken jedoch weitgehend frei (vgl. KWG). Banken können bspw. in eigener Regie oder über ein Tochterunternehmen Beteiligungen an Unternehmen erwerben und verwalten. Viele Banken haben solche Tochterunternehmen und verfügen dadurch über teilweise erhebliche Beteiligungen an Unternehmen. Deutsche und ausländische Banken haben im Jahre 2003 zusammen etwa 11,1% des Fondsvolumens dem deutschen PE-Markt bereitgestellt (vgl. BVK (2004)). Dies entsprach einem Anlagevolumen von ca. 0,7 Mrd. €. Es ist jedoch anzumerken, dass fast die Hälfte der Mittelzuflüsse (43,2%), die in der BVK-Statistik erfasst sind, auf „sonstige“ nicht näher spezifizierte Investoren entfiel. Es ist anzunehmen, dass sich darunter auch Banken befinden, so dass der tatsächliche Anteil der Banken an Private Equity letztendlich wesentlich höher ist.

18 Die Pensionskassen werden aufsichtsrechtlich den Lebenversicherungsunternehmen gleichgestellt.

Versicherungen

Versicherungen sind neben Kreditinstituten und ausländischen Pensionsfonds ein wichtiger Kapitalgeber für den inländischen Private Equity-Markt. Im Jahre 2003 stellten sie nach BVK (2004) etwa 10,1% der neuen Mittelzuflüsse zur Verfügung. Diese Zahl ist vermutlich aus dem Grund der Unvollständigkeit der BVK-Gliederung (siehe oben) weitaus höher. Nach Brancheneinschätzung (vgl. Handelsblatt, 25.8.2004) entfallen zwar nur rund zwei Prozent der Anlagen aus der Versicherungsbranche auf PE-Fonds, in absoluten Zahlen sind dies aber alleine bei den deutschen Lebensversicherern zurzeit – gemessen am Bestand – rund 12 Mrd. € (vgl. ebda).

Bei der Analyse der Anlagemöglichkeiten von Versicherungsunternehmen sind die Vorschriften des VAG und des AnlV zu beachten. Die Anlagevorschriften unterscheiden sich vor allem danach, ob die Kapitalanlagen im Rahmen des gebundenen Vermögens (Deckungsstock und das übrige gebundene Vermögen) oder des freien Vermögens getätigt werden.

Das gebundene Vermögen unterliegt bestimmten Anlagevorschriften, während das freie Vermögen hinsichtlich der Anlageformen keinen Einschränkungen unterworfen ist und völlig frei angelegt werden kann. Innerhalb dieses Vermögens ist auch eine Mehrheitsbeteiligung an einem anderen Unternehmen möglich.

Im § 54 Abs. 1 VAG sind generelle Anlagegrundsätze für das gebundene Vermögen des Versicherers kodifiziert. Demnach hat die Anlagepolitik möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung zu gewährleisten. Für den Gesetzgeber stehen damit die fünf Kriterien Sicherheit, Rentabilität, Liquidität, Mischung und Streuung im Mittelpunkt des Interesses.

Die Anforderungen des § 54 Abs. 1 VAG werden im Rahmen einer Anlageverordnung (AnlV) konkretisiert. Im § 2 AnlV werden Höchstquoten für die verschiedenen zugelassenen Anlageformen definiert. So darf bspw. nur bis zu 35% des gebundenen Vermögens in Aktien + Anteile + Genussrechte + nachrangige Verbindlichkeiten investiert sein. Ferner darf der Wert der nicht in einem organisierten Markt einbezogenen Vermögensgegenstände 10% des gebundenen Vermögens nicht übersteigen. Hierbei darf nach § 3 AnlV allerdings eine solche Anlage maximal 10% des Grundkapitals des Zielunternehmens ausmachen.

Fünf Prozent des Deckungsstocks und des übrigen gebundenen Vermögens können relativ frei angelegt werden (Öffnungsklausel, § 2 AnlV). Diese Grenze kann mit Genehmigung der Aufsichtsbehörde bis auf jeweils 10% erhöht werden. Dieser Teil der Anlagen könnte also auch in Private Equity investiert werden. Die Begrenzung auf maximal 10% des Grundkapitals des Zielunternehmens bleibt allerdings bestehen.

Investitionen in Private Equity sind somit im Umfang bis maximal 15% (bzw. mit einer Genehmigung der Aufsichtsbehörde bis 20%) des gebundenen Vermögens zulässig.[19] Die Obergrenze von 10% ist in Bezug auf das Grundkapital des Unternehmens eine erhebliche Einschränkung, da hiermit wesentliche Beteiligungen ausgeschlossen sind.

Nach Informationen der BaFin (2004) waren am Ende 2003 die größten Einzelposten der gesamten Kapitalanlagen die Investmentanteile (22,2%), gefolgt von Namensschuldverschreibungen (20,4%) sowie Schuldscheinforderungen und Darlehen (17,3%). In Aktien wurden direkt lediglich 1,7% der Kapitalanlagen angelegt. Private Equity-Investitionen fallen hauptsächlich in die Kategorien „Beteiligungen" und „Anteile an verbundenen Unternehmen". Beide Posten zusammen betrugen am Ende 2003 12,8% (= ca. 135 Mrd. €) der gesamten Kapitalanlagen. Anlagen in Private Equity machen vermutlich nur einen relativ kleinen Teil dieses Anlagepostens aus.

Es bleibt festzuhalten, dass Versicherungsunternehmen ihre Anlagen in Private Equity beträchtlich ausdehnen könnten, ohne an die gesetzlichen Anlagegrenzen zu stoßen. Somit sind diese Anlagegrenzen praktisch bedeutungslos. Allerdings könnte hierbei die Grenze von maximal 10% des Grundkapitals des Portfolio-Unternehmens, die den Entscheidungsspielraum und Einflussmöglichkeiten der Versicherungen in ihren Portfolio-Unternehmen wesentlich einschränkt, eine Rolle für die negative Einstellung gegenüber Private Equity sein. Ferner ist hierbei zu berücksichtigen, dass die bestehenden Anlagegrenzen in der Zukunft aufgrund von Solvency II weiter eingeschränkt werden.

Pensionsfonds

In den letzten Jahren waren es vor allem ausländische Pensionsfonds, die einen bedeutenden Anteil des Kapitals für die deutsche PE-Branche zur Verfügung stellten. Im Jahre 2003 kam fast ein Viertel, bzw. aufgrund der Unvollständigkeit der BVK-Auflistung noch mehr, der akquirierten Mittel von Pensionsfonds (vgl. BVK (2004)). In Deutschland ist dieses Instrument der Altersvorsorge noch neu. Das Altersvermögensgesetz vom 26. Juni 2001 regelte die Einführung von Pensionsfonds als rechtsfähige Versorgungseinrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge. Daraufhin wurden in den Jahren 2002 und 2003 in Deutschland 23 Pensionsfonds zugelassen (vgl. BaFin (2004a)). Die Anlagegrundsätze der Pensionsfonds sind im VAG geregelt. Das Kapital des Pensionsfonds ist so anzulegen, dass eine möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei ausreichender Liquidität des Pensionsfonds unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung der Anlageformen erreicht wird (§ 115 VAG). Die Anlagepolitik muss jährlich gegenüber der Aufsicht dargelegt werden (§ 115 Abs. 3 VAG).

---

[19] Außerdem könnte das nicht gebundene Vermögen, das allerdings im Vergleich zum gebundenen Vermögen sehr gering ausfällt, in Private Equity angelegt werden.

Pensionsfonds unterliegen im Verhältnis zu Versicherungen liberaleren Anlagevorschriften (Pensionsfonds-KapitalanlagenVO). Es können renditestarke, also auch risikoreichere Anlageformen gewählt werden. Die dauernde Erfüllbarkeit (Solvabilität) der Verpflichtungen muss nicht gewährleistet sein. Es bestehen keine quantitativen Beschränkungen hinsichtlich bestimmter Anlageformen. Allerdings darf eine Anlage, ähnlich wie bei den Versicherungen, maximal 10% des Grundkapitals des Portfolio-Unternehmens darstellen.

B.II.1.4 Aktuelle Änderungen im Kapitalmarktrecht

Eine besondere Dynamik entwickelt sich gegenwärtig im Hinblick auf die Wiederherstellung des Vertrauens der Anleger in die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. Hierzu leitete die Bundesregierung im Rahmen eines sog. 10-Punkte-Plans eine umfangreiche Welle von Gesetzgebungen ein. Hierzu gehören bspw. die folgenden Gesetze: Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, Kapitalmarktinformations-Haftungsgesetz und Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts. Es besteht kein Zweifel, dass funktionsfähige und aufnahmefähige Kapitalmärkte wichtig für die Private Equity-Branche sind (vgl. Kapitel A.III.1 und D). Ein Schwerpunkt der neuen Gesetze liegt auf strengeren Haftungsvorschriften für die Unternehmensführung bei unzutreffenden Kapitalmarktinformationen und auf leichterer Durchsetzbarkeit von Haftungsansprüchen. Zur Vertrauensbildung sollen auch das Bilanzrechtreformgesetz und Bilanzkontrollgesetz beitragen. Ob es gelingt, mit den o.g. Änderungen das Vertrauen wieder herzustellen, bleibt abzuwarten.

B.II.2 Steuerrecht

Bei Private Equity steht nicht bei wie anderen Finanzierungsarten die laufende Verzinsung oder die Teilhabe am laufenden Gewinn im Vordergrund, sondern das Ziel, eine Wertsteigerung der Anteile an den Portfolio-Unternehmen zu erzielen und diese durch Veräußerung zu realisieren. Es können zwar auch andere Zuflüsse aus den Beteiligungen – Dividenden oder verdeckte Gewinnausschüttungen (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG) – entstehen. Ferner kann der PE-Fonds weitere Einkünfte, wie bspw. Zinsen aus einer kurzfristigen Anlage von freien Mitteln, erwirtschaften. Diese Einkünfte stellen jedoch in der Regel nur einen sehr geringen Anteil an der Gesamtrendite eines PE-Fonds dar und werden deshalb üblicherweise bei der Diskussion der steuerlichen Problematik von PE-Fonds nicht berücksichtigt (vgl. Gocksch (2004)). Sie werden deshalb auch in der vorliegenden Studie aus der Betrachtung ausgeklammert.

PE-Fonds werden in Deutschland zumeist in der Form einer GmbH & Co.KG errichtet. Dies wird auch aus den bisherigen Analysen deutlich, die sich auf die ertragsteuerlichen Aspekte der PE-Finanzierungen konzentrieren (vgl. Watrin und Gocksch (2002), Gocksch (2004), Herzig und Gocksch (2004), Schefczyk und Peterson (2002), Bünning (2002),

Weitnauer (2001), Rodin und Veith (2001), Lorenz (2001) oder Stoschek und Protzen (2001)). Auch das BMF behandelt in seinem Schreiben vom 16. Dezember 2003[20] nur diese typische Struktur.

An einem Private Equity-Fonds wirken im Wesentlichen drei Gruppen von Akteuren zusammen: Investoren, Initiatoren und die Managementgesellschaft. Aus Sicht der Investoren ist die Besteuerung der Veräußerungsgewinne entscheidend. Für die Initiatoren steht die Besteuerung ihrer überproportionalen Gewinnanteile im Vordergrund. Für die Managementgesellschaft ist insbesondere zu diskutieren, ob ihre Vergütung der Umsatzsteuer unterliegt. In allen drei Bereichen ergaben sich in letzter Zeit grundlegende Änderungen im deutschen Steuerrecht. Diese haben einerseits zur Klärung diverser Unsicherheiten beigetragen, andererseits stellt ein Teil dieser Änderungen eine Steuererleichterung dar.

In diesem Abschnitt des Gutachtens werden zunächst diejenigen Gesetze, Verwaltungsanweisungen und Rechtsprechungsergebnisse dargestellt, die für die Private Equity-Branche in Deutschland von Bedeutung sind. Hierbei wird systematisch und detailliert herausgearbeitet, welche Steuern auf Ebene des Fonds, der Managementgesellschaft, der Investoren und der Initiatoren anfallen. Bei der Darstellung der Besteuerung der Investoren, Initiatoren und der Managementgesellschaft wird insbesondere auf Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer einerseits und die Umsatzsteuer andererseits eingegangen. Diese Darstellung dient dazu, eine Basis für den internationalen Vergleich zu erstellen. Zum Teil erfolgt jedoch bereits in diesem Kapitel nicht nur eine Wiedergabe sondern auch eine kritische Beurteilung derjenigen Punkte, die aus unserer Sicht für die Entwicklung des Private Equity-Marktes von entscheidender Bedeutung sind.

Ziel bei der Strukturierung eines PE-Fonds ist die steuerliche Transparenz des Fonds. Die Gesellschafter des Fonds sollen so besteuert werden, als wären sie direkt an den Portfolio-Unternehmen beteiligt. Bei einer transparenten Besteuerung der Personengesellschaften sind lediglich die Investoren Subjekte der Ertragsbesteuerung. Die über den PE-Fonds erzielten Erträge werden ausschließlich nach den individuellen Merkmalen der Investoren besteuert. Aus steuerlicher Sicht besteht zusätzlich ein wichtiges Ziel darin, dass der PE-Fonds, der die Rechtsform einer GmbH & Co.KG hat, als vermögensverwaltend angesehen wird, m.a.W. die Vertragsverhältnisse müssen so gestaltet werden, dass die GmbH & Co.KG nicht als Gewerbebetrieb angesehen wird.

Ist der PE-Fonds vermögensverwaltend tätig, beziehen die Beteiligten keine Gewinneinkünfte (d.h. Einkünfte aus Gewerbebetrieb), sondern Überschusseinkünfte (bspw. Einkünfte aus Kapitalvermögen). Die Unterscheidung von Gewinn- und Überschusseinkünften ist aus zwei Gründen von Bedeutung: Zum einen fällt bei vermögensverwaltend tätigen PE-Fonds keine Gewerbesteuer an, zum anderen sind bei einer Überschusseinkunftsart Veräu-

---

20 Siehe BStBl 2004 I, S. 40.

ßerungsgewinne grundsätzlich nicht steuerbar. Gilt der PE-Fonds als Gewerbebetrieb, ist dieser gewerbesteuerpflichtig und Gewinne aus der Veräußerung der Portfolio-Unternehmen sind generell steuerpflichtig.

Eine Personengesellschaft (hier GmbH & Co.KG) ist dann als Gewerbebetrieb anzusehen, wenn sie entweder einen Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Betätigung oder einen Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Prägung bildet:

- **Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Betätigung:** Eine Personengesellschaft gilt als Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Betätigung, wenn eine selbständige nachhaltige Betätigung mit der Absicht unternommen wird, Gewinn zu erzielen, und sich diese Betätigung als Beteiligung am allgemeinen wirtschaftlichen Verkehr darstellt. Die Gewerbebetriebseigenschaft erfordert ferner, dass die Tätigkeit weder als Ausübung von Land- und Forstwirtschaft noch als selbständige Arbeit i.S.d. § 18 EStG angesehen wird und dass die Tätigkeit über den Rahmen einer privaten Vermögensverwaltung hinausgeht (§ 15 Abs. 2 EStG, § 14 AO).

  Erfüllt eine Personengesellschaft in Teilbereichen die Merkmale eines Gewerbebetriebs kraft gewerblicher Betätigung, gilt sie in vollem Umfang als Gewerbebetrieb (Abfärbe- oder Infektionstheorie, § 15 Abs. 3 Nr. 1 EStG). Dies bedeutet, dass auch die Einkünfte aus solchen Tätigkeiten, die isoliert betrachtet keine gewerbliche Betätigung darstellen, als Einkünfte aus Gewerbebetrieb angesehen werden.[21]

- **Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Prägung:** Eine Personengesellschaft ist auch dann als gewerblich anzusehen, wenn sie gewerblich geprägt ist (§ 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG). Ein Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Prägung ist gegeben, wenn bei einer nicht gewerblich tätigen Personengesellschaft ausschließlich eine oder mehrere Kapitalgesellschaften Komplementäre sind und nur diese oder Personen, die nicht Gesellschafter sind, zur Geschäftsführung befugt sind. Personengesellschaften, die einen Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Prägung bilden, gelten auch dann in vollem Umfang als Gewerbebetrieb, wenn sie die Merkmale eines Gewerbebetriebs kraft gewerblicher Betätigung nicht erfüllen.

Eine Reihe von Bundesländern, bspw. Baden-Württemberg, Bayern, Berlin, Hamburg und auch Nordrhein-Westfalen, hat in den letzten zehn Jahren in einer Vielzahl von verbindlichen Auskünften zur steuerlichen Behandlung von PE-Fonds Stellung genommen. Seit 2001 liefen Bemühungen, die faktisch einheitlich gehandhabten Regeln in einem Bundesschreiben zu PE-Fonds zusammenzufassen. Dies geschah mit den BMF-Schreiben vom 16. Dezember 2003[22] (Einstufung als Gewerbebetrieb vs. Vermögensverwaltung, Besteuerung

---

21 Dies gilt nur dann nicht, wenn die gewerbliche Tätigkeit gegenüber den nicht gewerblichen Tätigkeiten lediglich einen äußerst geringen Teil ausmachen, vgl. BFH vom 11.8.1999 (BStBl 2000 II, S. 229).

22 Siehe BStBl 2004 I, S. 40.

der Initiatoren) sowie vom 23. Dezember 2003[23] (umsatzsteuerliche Behandlung der Managementgesellschaft). Darüber hinaus wurde am 30. Juli 2004 das Gesetz zur Förderung von Wagniskapital[24] beschlossen (Besteuerung der Initiatoren im Hinblick auf den Carried Interest).

Im Folgenden wird geprüft, unter welchen Voraussetzungen Private Equity-Fonds als vermögensverwaltend angesehen werden.

B.II.2.1 Gewerbliche Tätigkeit vs. Vermögensverwaltung

Die einkommensteuerliche Behandlung von Venture Capital Fonds und Private Equity-Fonds wird in dem BMF-Schreiben vom 16. Dezember 2003 angesprochen. Wichtigster Regelungsgegenstand des Schreibens ist die steuerliche Einordnung der Tätigkeit dieser Fonds als private Vermögensverwaltung oder als Gewerbebetrieb. Nach Auffassung der Finanzverwaltung ist nach dem „Gesamtbild der Tätigkeiten" immer dann von einer privaten Vermögensverwaltung durch den Fonds auszugehen, wenn die nachstehend aufgeführten Kriterien erfüllt sind. Jede der Regelungen wird zunächst vorgestellt, danach erfolgt eine Beurteilung (in Kursivschrift).

a) Kein Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Betätigung

Kein Einsatz von Bankkrediten. Die Fondsgesellschaft muss den Erwerb von Anteilen im Wesentlichen aus Eigenmitteln finanzieren. Eine umfangreiche Fremdfinanzierung der Beteiligungen spricht für einen gewerblichen „Warenumschlag" der Beteiligungen und wird von der Finanzverwaltung als händlertypisches Verhalten eingestuft.

Diese Bedingung deckt sich mit der bisherigen Praxis der Finanzverwaltung und entspricht dem internationalen Standard (vgl. Rodin et al. (2004)).

Keine Übernahme von Sicherheiten. Die Übernahme der Besicherung von Verbindlichkeiten sowie die Rückdeckung von Darlehensverbindlichkeiten des Portfolio-Unternehmens entsprechen dem Bild eines Gewerbebetriebs. Eine Ausnahme gilt bei kurzfristiger Zwischenfinanzierung ausstehender Kapitaleinlagen von Kommanditisten, soweit diese Zwischenfinanzierung nach der Einzahlung des Kapitals durch den Kommanditisten unverzüglich zurückgeführt wird.

Dieses Kriterium ist sachgerecht, denn ohne dieses Merkmal könnte ein Leverage-Effekt erzielt werden, ohne dass Gefahr bestehen würde, dass die vermögensverwaltende Tätigkeit als gewerbliche Tätigkeit umqualifiziert wird (vgl. Wiese und Klass (2004)).

---

[23] Siehe BStBl 2004 I, S. 240.
[24] Siehe BGBl 2004 I, S. 2013.

Keine eigene Organisation. Der Fonds darf für die Verwaltung des Fondvermögens keine umfangreiche eigene Organisation unterhalten. Allerdings sind der Betrieb eines eigenen Büros und die Beschäftigung von Arbeitnehmern unschädlich, soweit das Ausmaß, welches bei einem privaten Großvermögen üblich wäre, nicht überschritten wird.

Dieses Kriterium wird von einem PE-Fonds in der Regel erfüllt. Der Fonds selbst verfügt zumeist nicht über Büroräume oder Personal, sondern nur der geschäftsführende Gesellschafter, d.h. die Management-GmbH (vgl. Rodin et al. (2004), Wiese und Klass (2004)).

Keine Ausnutzung eines Marktes unter Einsatz beruflicher Erfahrung. Der Fonds darf sich nicht eines Marktes bedienen und auf fremde Rechnung unter Einsatz beruflicher Erfahrungen tätig werden. Das Nutzbarmachen einschlägiger, beruflicher Kenntnisse der Geschäftsleitung für eigene Rechnung des Fonds begründet allerdings keine Gewerblichkeit.

Das Know-how und die Branchenkenntnisse des geschäftsführenden Gesellschafters und der Initiatoren bei der Auswahl, Betreuung und Kontrolle der Portfolio-Unternehmen sind entscheidend für den Erfolg oder Misserfolg des PE-Fonds. Es ist daher zu begrüßen, dass die Nutzung dieser Kenntnisse nicht zur Gewerblichkeit des Fonds führt.

Kein Anbieten gegenüber breiter Öffentlichkeit/Handeln auf eigene Rechnung. Der Fonds darf die Beteiligungen an den Portfoliogesellschaften nicht gegenüber einer breiten Öffentlichkeit händlerähnlich anbieten. Er darf auch nicht auf fremde Rechnung handeln. Als Vermögensverwaltung gilt jedoch die Verwertung der auf eigene Rechnung des Fonds eingegangenen Beteiligungen bspw. im Rahmen eines Börsengangs oder Verkaufs.

Dieses Kriterium ist für die Praxis der PE-Fonds meist unbedeutend, denn der Fonds erwirbt und veräußert die Beteiligungen auf eigene Rechnung (vgl. Wiese und Klass (2004)).

Keine kurzfristige Beteiligung. Der Fonds muss die Beteiligung mittel- oder langfristig halten, d.h. mindestens 3 bis 5 Jahre. Bei kurzfristigen Anlagen wird händlertypisches Verhalten unterstellt. Zur Prüfung der Haltedauer wird die durchschnittliche Haltedauer sämtlicher Beteiligungen herangezogen. Bei der Durchschnittsbildung wird die Bindungsdauer des investierten Kapitals berücksichtigt, nicht die Anzahl der Beteiligungen.

Als Veräußerungsvorgang ist auch die spätere Aufteilung einer eingegangenen Beteiligung auf mehrere Fonds zu behandeln, sofern diese Aufteilung nicht innerhalb von 18 Monaten nach Beteiligungserwerb zwischen Fonds desselben Initiators zu Anschaffungskosten zzgl. einer üblichen Verzinsung erfolgt.

Die mittelfristige Haltedauer von 3-5 Jahren schränkt das Geschäft von PE-Fonds i.d.R. nicht ein. Problematisch ist, dass die oft vorgesehene Syndizierung, d.h. die Beteiligung

eines weiteren PE-Fonds an dem Portfolio-Unternehmen, u.U. als Veräußerung angesehen wird. Dies ist insbesondere deshalb zu kritisieren, weil eine Syndizierung erhebliche Vorteile haben kann. So verbessert eine gemeinsame Investition mehrerer PE-Investoren in ein Unternehmen die Portfoliodiversifizierung der PE-Gesellschaften, da sich diese mit beschränkten Ressourcen an mehreren Firmen beteiligen können. In einer empirischen Untersuchung bestätigen Brander, Amit und Antweiler (2002), dass syndizierte Projekte eine höhere Rendite erzielen als Projekte, die nur von einer einzigen PE-Gesellschaft finanziert werden. Casamatta und Haritchabalet (2003) weisen u.a. auf die positive Rolle einer mehrfachen Evaluierung von Geschäftsplänen bei der Syndizierung im PE-Bereich hin.

In dem BMF-Schreiben wird dann eine Ausnahme zugelassen, wenn die Syndizierung innerhalb von 18 Monaten nach Erwerb der betreffenden Beteiligung erfolgt und der Syndizierungspartner einer der Fonds desselben Initiators ist. Der Veräußerungspreis darf allerdings die Anschaffungskosten zzgl. einer marktüblichen Verzinsung nicht übersteigen. Diese Begünstigung der Syndizierung unter den Fonds eines Initiators erscheint problematisch, da solche Strukturen im Vergleich zu einer Syndizierung unter zwei voneinander unabhängigen Fonds aus Anreizgründen als nachteilig angesehen werden (bspw. Cumming und Walz (2004) sowie Gompers und Lerner (1999a)). Ferner ist fraglich, warum die Frist von 18 Monaten gewählt wurde.

Darüber hinaus bestand nach der Verabschiedung des Schreibens die Frage, wie zwischenzeitliche Folgeinvestitionen zu beurteilen sind. Ein wichtiger Ansatz zur Verbesserung der Finanzierungsbeziehungen ist das sog. „Staging". Um dem spezifischen Charakteristikum der Unsicherheit innovativer Ideen Rechnung zu tragen, stellt die PE-Gesellschaft dem Portfolio-Unternehmen die erforderlichen Investitionsmittel nicht in einer Summe, sondern in gestaffelten Finanzierungsrunden zur Verfügung. Dabei ist jede Finanzierungsrunde gewöhnlich an das Erreichen signifikanter Zwischenziele („Milestones") im Entwicklungsprozess gebunden. Je höher der Anteil intangibler Werte in einem Projekt ist, desto größer sollte die Anzahl der Finanzierungsrunden bei gegebener Projektlaufzeit verbunden mit einer höheren Frequenz in der Kontrolle der Zielerreichung sein (vgl. Gompers (1995)). Auf diese Weise kann erreicht werden, dass aussichtslose Projekte rechtzeitig gestoppt werden und Ressourcen nicht vergeudet werden (vgl. Admati und Pfleiderer (1994)). Finanzierung in mehreren Stufen sollte deshalb nicht „bestraft" werden. Dieser Auffassung schlossen sich auch die Oberfinanzdirektionen München und Nürnberg in ihrer Verfügung vom 15. Oktober 2004[25] an. Danach ist als Beginn der Haltedauer auch bei mehreren Finanzierungsrunden der Zeitpunkt des ersten Beteiligungserwerbes zu berücksichtigen.

---

25 Siehe DB 2005, S. 77. Inhaltlich vergleichbare Verwaltungsanweisungen wurden auch in anderen Bundesländern erlassen.

Keine Re-Investition von Veräußerungserlösen. Die erzielten Veräußerungserlöse dürfen nicht reinvestiert, sondern müssen ausgeschüttet werden. Allerdings sind Ausnahmen zulässig, wenn Erlöse in Höhe des Betrags, zu dem Kosten und der Ergebnis-Vorab für die Geschäftsführung aus Kapitaleinzahlungen finanziert wurden, erstmals in Beteiligungen investiert werden. Dasselbe gilt, wenn Veräußerungserlöse bis zur Höhe eines Betrags von 20% des Zeichnungskapitals in Nachfinanzierungen von bestehenden Portfolio-Unternehmen investiert werden.

Die Ausschüttung der Veräußerungserlöse aus dem Verkauf der Beteiligungen an die Investoren ist üblich. In dem BMF-Schreiben ist jedoch offen, ob die nur kurzfristig gebundenen Mittel (bspw. Rückzahlung von Gesellschaftsdarlehen, die zur kurzfristigen Liquiditätsüberbrückung an Portfolio-Unternehmen vergeben werden, oder Erlöse aus Syndizierung) reinvestiert werden dürfen (vgl. Rodin et al. (2004)).

Kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfolio-Gesellschaften. Der Fonds darf sich nicht am aktiven Management der Portfolio-Unternehmen beteiligen. Die Wahrnehmung von Aufsichtsratsfunktionen in den gesellschaftsrechtlichen Gremien der Portfoliogesellschaften führt jedoch nicht zur Gewerblichkeit des Fonds.

In dem BMF-Schreiben wurde nicht geklärt, ob Beratungsleistungen des Fonds gegenüber ihren Portfolio-Unternehmen auch dann eine Beteiligung am aktiven Management darstellen, wenn die Verwaltung des Fonds von der Beratung organisatorisch und gesellschaftsrechtlich getrennt ist und entsprechende Verträge über einzelne Beratungsleistungen, die marktüblich honoriert werden, mit den Portfolio-Unternehmen geschlossen werden (vgl. Rodin et al. (2004)). Aus unserer Sicht sollten Beratungsleistungen in dieser Form nicht als Beteiligung am aktiven Management angesehen werden und damit nicht zur Gewerblichkeit des Fonds führen, da eine intensive Betreuung der Portfolio-Unternehmen („hands-on-management") zu einer zentralen Aufgabe der PE-Fonds gehört (insbesondere im VC-Bereich). Eine Klarstellung seitens der Finanzverwaltung, wie sie diese Beratungsleistungen qualifizieren wird, war notwendig.

In der Verfügung der Oberfinanzdirektionen München und Nürnberg vom 15. Oktober 2004[26] *wurde zur unschädlichen Wahrnehmung von Aufsichtsratsfunktionen Stellung genommen. Demnach soll sich eine unschädliche Wahrnehmung von Aufsichtsratsfunktionen nach dem gesetzlichen Leitbild des Aufsichtsrats einer deutschen AG bestimmen. Dies kann folgendermaßen präzisiert werden: Der Geschäftsführung des Portfolio-Unternehmens sollte ein echter unternehmerischer Spielraum verbleiben. Dies ist dann gewährleistet, wenn eine Minderheitsbeteiligung vorliegt. Hält dagegen der Fonds 50% oder mehr der Anteile und spiegelt sich dies in den Mehrheitsverhältnissen im Aufsichtsrat wider, führt*

26 Siehe DB 2005, S. 77. Inhaltlich vergleichbare Verwaltungsanweisungen wurden auch in anderen Bundesländern erlassen.

eine umfassende Einräumung oder Wahrnehmung von Zustimmungsvorbehalten zu einer gewerblichen Tätigkeit des Fonds. Diese Interpretation ist jedoch mit Unklarheiten behaftet und bedarf einer Konkretisierung. Eine möglichst weitgehende Beteiligung des Fonds am aktiven Management der Portfolio-Unternehmen wäre zu begrüßen. Darüber hinaus ist zu kritisieren, dass die Verwaltungsanweisung nur in einzelnen Oberfinanzdirektionen bzw. Bundesländern gilt. Eine bundesweit einheitliche Regelung wäre wünschenwert.

b) Keine gewerbliche Infektion

Bislang wurde die Infektionstheorie auch dann angewendet, wenn eine im Übrigen vermögensverwaltend tätige Personengesellschaft an einer gewerblichen Personengesellschaft beteiligt ist. Zu beachten ist allerdings, dass der Bundesfinanzhof[27] diese Rechtsauffassung vor kurzem aufgegeben hat. Es bleibt abzuwarten, ob die Finanzverwaltung sich der geänderten Rechtsprechung anschließen wird.

Aufgrund der bisherigen Verwaltungsauffassung beteiligten sich in der Vergangenheit PE-Fonds nur an Kapitalgesellschaften als Portfolio-Unternehmen. Dies wird vermutlich auch dann der Fall sein, wenn die Finanzverwaltung sich der geänderten Rechtsprechung anschließt. Bei der Beteiligung an gewerblich tätigen Portfolio-Personengesellschaften sind nämlich Veräußerungsgewinne generell steuerpflichtig (§ 16 EStG). Die Ermäßigung des Steuersatzes nach § 34 Abs. 1 EStG mindert diese Belastung nur geringfügig. Die Vorteile aus dem ermäßigten Steuersatz nach § 34 Abs. 3 EStG (Minderung auf 56% des durchschnittlichen Steuersatzes) können in der Regel aufgrund der engen Voraussetzungen (u.a. Mindestalter des Steuerpflichtigen von 55 Jahren, Antragsmöglichkeit besteht nur einmal im Leben) nicht in Anspruch genommen werden.

c) Kein Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Prägung

Eine Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Prägung ist gegeben, wenn bei einer nicht gewerblich tätigen Personengesellschaft ausschließlich eine oder mehrere Kapitalgesellschaften Komplementäre sind und nur diese oder Personen, die nicht Gesellschafter sind, zur Geschäftsführung befugt sind (§ 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG).

Diese Regelung ist die Ursache dafür, dass nicht die Komplementär GmbH die Geschäftsführung übernimmt, sondern die Management GmbH. Die Management GmbH ist als Kommanditist an dem Private Equity-Fonds beteiligt. So ist weder der Komplementär noch ein Nicht-Gesellschafter zur Geschäftsführung befugt. Damit liegt keine gewerbliche Prägung vor.

---

27 Siehe BFH-Urteil vom 6.10.2004 (BFH/NV 2005, S. 129) und BFH-Beschluss vom 6.11.2003 (BFH/NV 2005, S. 102).

Sind alle Kriterien erfüllt, wird die Tätigkeit des Fonds von der Finanzverwaltung als private Vermögensverwaltung eingestuft. Mit dem erläuterten BMF-Schreiben herrscht nunmehr eine gewisse Rechtssicherheit hinsichtlich der steuerlichen Anerkennung der Tätigkeiten eines Private Equity-Fonds als private Vermögensverwaltung. Allerdings besteht noch, wie oben dargestellt, in einigen Punkten Klärungsbedarf. Bei der Gründung sowie während der Laufzeit eines PE-Fonds bleibt immer etwas Unsicherheit, ob sich der Fonds auch in der Zukunft als vermögensverwaltend qualifizieren kann. Ferner bezieht sich das BMF-Schreiben auf die Ausgestaltung von PE-Fonds in der Form einer GmbH & Co.KG. Die Frage, ob bei einer abweichenden Fonds-Struktur die Regelungen des BMF-Schreibens anwendbar sind, ist allerdings weniger bedeutsam, da in der Praxis die meisten Private Equity-Fonds als GmbH & Co.KG ausgestaltet sind.

B.II.2.2 Investorenbesteuerung

B.II.2.2.1 Besteuerung der Veräußerungsgewinne

Nach Gocksch (2004) und Leopold et al. (2003) stellt die vermögensverwaltende GmbH & Co.KG das Grundmodell eines inländischen PE-Fonds dar. Die nachfolgende Übersicht über die Besteuerung der Investoren geht deshalb von der Annahme aus, dass der PE-Fonds als eine vermögensverwaltende Personengesellschaft konstituiert ist. Da Personengesellschaften nach dem Transparenzprinzip besteuert werden, ist die Fondsgesellschaft nicht Subjekt der Besteuerung. Steuerpflichtig sind vielmehr die Gesellschafter der Personengesellschaft, d.h. die Gesellschafter des PE-Fonds. Die Besteuerung der Einkünfte und Gewinne, die aus der Veräußerung von Anteilen an den Portfolio-Unternehmen erzielt werden, richtet sich nach den persönlichen Merkmalen der Gesellschafter. In diesem Kapitel werden die Investoren betrachtet, die im Inland ansässig sind (Steuerinländer). Die Diskussion der Besteuerung von Steuerausländern erfolgt in Kapitel B.II.2.6.

Steuerinländer sind einerseits natürliche Personen, die ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt im Inland haben, und andererseits Kapitalgesellschaften mit Sitz oder Geschäftsleitung im Inland. Natürliche Personen sind einkommensteuerpflichtig, Kapitalgesellschaften sind körperschaftsteuerpflichtig. Personen, die unbeschränkt steuerpflichtig sind, haben in Deutschland ihr Welteinkommen zu versteuern (§ 1 Abs. 1 EStG, § 1 Abs. 1, 2 KStG).

Bei der Beteiligung an einer vermögensverwaltenden Personengesellschaften können die Gesellschafter des Fonds grundsätzlich nur Einkünfte aus den in den §§ 20-23 EStG beschriebenen Formen beziehen. Werden die Beteiligungen an dem PE-Fonds in einem Betriebsvermögen gehalten, erfolgt auf Ebene der Gesellschafter eine Umqualifizierung der

Einkünfte in „Einkünfte aus Gewerbebetrieb“ (Subsidiärtsklauseln: § 20 Abs. 3, § 21 Abs. 3, § 23 Abs. 2 EStG bzw. § 8 Abs. 2 KStG).[28]

Um eine Übersicht über die Besteuerung der unbeschränkt steuerpflichtigen Investoren eines PE-Fonds zu erstellen, bedarf es also einer differenzierten Betrachtung der verschiedenen Teilgruppen. Zum einen können Kapitalgesellschaften als sog. institutionelle Investoren, zum anderen können natürliche Personen als sog. Privatinvestoren in den Fonds investieren. Bei der Beteiligung durch eine natürliche Person ist des Weiteren zu unterscheiden, ob sie die Beteiligung im Privatvermögen oder im Betriebsvermögen hält. An einem Private Equity-Fonds kann sich auch eine Personengesellschaft beteiligen. Da Personengesellschaften aufgrund des Transparenzprinzips nicht selbst besteuert werden, wird allerdings auf die dahinter stehenden Gesellschafter abgestellt. Diese sind entweder natürliche oder juristische Personen, sodass keine weitere Differenzierung notwendig ist.

(1) Kapitalgesellschaft als Investor

Beteiligt sich eine Kapitalgesellschaft unmittelbar an anderen Kapitalgesellschaften, sind die hieraus resultierenden Veräußerungsgewinne für den Investor nach § 8b Abs. 2 KStG steuerfrei. Nach § 8b Abs. 3 KStG gelten allerdings 5% des Veräußerungsgewinns als nicht-abzugsfähige Betriebsausgaben, sodass sich insoweit die Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer und der Gewerbesteuer erhöht.[29] Im Ergebnis sind also die Veräußerungsgewinne nur zu 95% steuerfrei. Wird die Beteiligung an den Portfolio-Unternehmen nicht direkt gehalten, sondern über eine vermögensverwaltende Personengesellschaft, d.h. über einen PE-Fonds, ist § 8b Abs. 1-5 KStG wie bei der direkten Beteiligung anzuwenden (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 AO).

Nach § 8b Abs. 7 KStG ist die 95%-ige Freistellung von Veräußerungsgewinnen aus unmittelbaren Beteiligungen für eine bestimmte Gruppe von Kapitalgesellschaften nicht anwendbar. So wird bei Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten sowie Finanzunternehmen i.S.d. § 1 Nr. 12 des Gesetzes über das Kreditwesen die Steuerbefreiung bei Veräußerungsgewinnen aus Beteiligungen generell aufgehoben. Diese Vorschrift kommt jedoch bei der Beteiligung von Kapitalgesellschaften als Investor eines PE-Fonds aus zwei Gründen nicht zur Anwendung. Erstens werden die Beteiligungen an den Portfolio-Unternehmen nur mittelbar gehalten. Die Sonderregelung des § 8b Abs. 7 KStG kommt aber nur dann zur Anwendung, wenn auch die zwischengeschaltete Personengesellschaft, d.h. der PE-

---

[28] Sind an einer vermögensverwaltenden Personengesellschaft sowohl Gesellschafter beteiligt, die ihre Beteiligung im Betriebsvermögen halten, als auch Gesellschafter, die ihre Beteiligung im Privatvermögen halten, liegt eine sog. Zebragesellschaft vor. In diesem Fall ergeben sich besondere Probleme bei der Ermittlung der Einkünfte und hinsichtlich der Verfahrenstechnik. Siehe hierzu BMF-Schreiben vom 29. April 1994 (BStBl 1994 I, S. 282) sowie BMF-Schreiben vom 8. Juni 1999 (BStBl 1999 I, S. 592).

[29] Bestimmte Investorengruppen, wie bspw. Pensionskassen, sind jedoch nach § 5 KStG bzw. § 3 GewStG (persönlich) von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit.

Fonds, als Finanzunternehmen, Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut anzusehen ist. Dies wird jedoch von der herrschenden Meinung abgelehnt (vgl. Gocksch (2004)). Zweitens wird im Wortlaut des § 8b Abs. 7 Satz 2 KStG die „kurzfristige Erzielung eines Eigenhandelserfolgs“ genannt, d.h. die Beteiligungen müssen dem Umlaufvermögen zugeordnet werden. Die Investitionen in ein Portfolio-Unternehmen über einen (vermögensverwaltenden) PE-Fonds haben jedoch zweckbedingt mindestens eine mittelfristige Ausrichtung. Die Anwendbarkeit des § 8b Abs. 7 KStG auf Private Equity-Fonds ist somit ausgeschlossen.

(2) Natürliche Person als Investor

Tritt eine natürliche Person als Investor auf, ist zu unterscheiden, ob sie als Privatinvestor (Privatvermögen) oder im Rahmen eines Einzelunternehmens (Betriebsvermögen) tätig wird. Allerdings wird das Halten der Beteiligung im Betriebsvermögen eher den Ausnahmefall darstellen, da - wie im Folgenden gezeigt wird - die Vorteile aus der steuerlichen Transparenz des Fonds (insbesondere im Bereich der Nichtbesteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von Beteiligungen an den Portfolio-Kapitalgesellschaften) nicht so weit reichend genutzt werden können, wie dies beim Halten der Beteiligung im Privatvermögen möglich ist. Folglich wird diese, wenn möglich, praktiziert.

(2a) Privatvermögen: Hält eine natürliche Person die Beteiligung an dem PE-Fonds in ihrem Privatvermögen, sind die Gewinne aus der Veräußerung der Anteile an einem Portfolio-Unternehmen, das die Rechtsform einer Kapitalgesellschaft hat, grundsätzlich nicht steuerbar. Zu beachten sind jedoch die Ausnahmetatbestände der §§ 17, 23 EStG und § 21 UmwStG.

Steuerpflichtige Einnahmen entstehen insbesondere dann, wenn die Haltedauer der Beteiligungen an dem Portfolio-Unternehmen weniger als ein Jahr beträgt (§ 23 EStG). Veräußert der PE-Fonds eine Beteiligung an einer Portfolio-Kapitalgesellschaft und liegt zwischen der Anschaffung und der Veräußerung weniger als ein Jahr, liegt ein privates Veräußerungsgeschäft vor. In diesem Fall sind die Veräußerungsgewinne den Fonds-Gesellschaftern (in Höhe ihrer Beteiligungsquote) als „sonstige Einkünfte“ nach § 22 Nr. 2 i.V.m. § 23 EStG zuzuordnen und nach dem Halbeinkünfteverfahren (§ 3 Nr. 40 EStG) zur Hälfte einkommensteuerpflichtig.[30] Zu beachten ist, dass beim Halbeinkünfteverfahren mit den Veräußerungsgewinnen im Zusammenhang stehende Ausgaben nur zur Hälfte abgezogen werden dürfen (§ 3c Abs. 2 EStG).

Beträgt die Haltedauer der Beteiligung mehr als ein Jahr, ist weiterhin zu prüfen, ob die Beteiligungsquote an dem Portfolio-Unternehmen innerhalb der letzten fünf Jahre mindes-

[30] Liegen die Veräußerungsgewinne unter der Freigrenze von 512 €, fällt keine Steuer an.

tens 1% erreicht hat. Liegt diese Voraussetzung vor, wird der Veräußerungsgewinn nach § 17 EStG als Einkünfte aus Gewerbebetrieb besteuert. § 17 EStG kommt auch dann zur Anwendung, wenn die Anteile an den Portfolio-Kapitalgesellschaften über einen vermögensverwaltenden Fonds gehalten werden. Bei der Berechnung der Mindestbeteiligungsquote wird nicht auf den Anteil des Fonds an dem Portfolio-Unternehmen abgestellt, sondern auf den Bruchteil der einzelnen Beteiligten des Fonds an dem Portfolio-Unternehmen (vgl. BFH-Urteil vom 9. Mai 2000[31]). Erreicht die durch die Bruchteilsberechnung ermittelte Beteiligungsquote 1%, sind die Veräußerungsgewinne auf Ebene des Investors nach dem Halbeinkünfteverfahren zur Hälfte steuerpflichtig (§ 3 Nr. 40, § 3c Abs. 2 EStG). Beträgt die Beteiligungsquote bezogen auf den einzelnen Investor weniger als 1%, liegen keine steuerbaren Einkünfte vor.

Nach § 21 UmwStG ist noch zu prüfen, ob es sich bei der Beteiligung um „einbringungsgeborene Anteile“ handelt. Einbringungsgeborene Anteile sind Beteiligungen an einer Kapitalgesellschaft, die im Rahmen einer Sacheinlage erworben wurden, sofern die eingelegten Wirtschaftsgüter mit einem Wert bewertet wurden, der unter dem Teilwert lag. Werden einbringungsgeborene Anteile veräußert, ist der Veräußerungsgewinn grundsätzlich in vollem Umfang steuerpflichtig (Ausnahmeregelung nach § 3 Nr. 40 S. 3 EStG). Liegen zwischen Sacheinlage und Veräußerung der Anteile an der Portfolio-Kapitalgesellschaft jedoch mehr als sieben Jahre, unterliegen sie dennoch nach dem Halbeinkünfteverfahren nur zur Hälfte der Einkommensteuer (Rückausnahme nach § 3 Nr. 40 S. 4 EStG).

(2b) Betriebsvermögen: Ist der Investor eine natürliche Person, die die Beteiligung an dem PE-Fonds in ihrem Betriebsvermögen hält, werden die Gewinne aus der Veräußerung der Anteile an den Portfolio-Kapitalgesellschaften den Einkünften aus Gewerbebetrieb zugeordnet (§ 15 EStG). Die Gewinne sind damit generell steuerpflichtig. Diese Aussage gilt unabhängig von der Haltedauer und der Höhe der Beteiligungsquote. Die Veräußerungsgewinne sind nach dem Halbeinkünfteverfahren zur Hälfte steuerpflichtig (§ 3 Nr. 40, § 3c Abs. 2 EStG), insoweit besteht Übereinstimmung mit Beteiligungen, die dem Privatvermögen zugerechnet werden. Der Veräußerungsgewinn unterliegt zusätzlich der Gewerbesteuer, da die Kürzung nach § 9 Nr. 2a GewStG nicht auf Veräußerungsgewinne angewendet wird, sondern nur auf Dividenden.

Die Besteuerung der Veräußerungsgewinne kann unter bestimmten Voraussetzungen in die Zukunft verschoben werden. Natürliche Personen können nach § 6b Abs. 10 EStG den Gewinn aus dem Verkauf der Beteiligung an den Portfolio-Kapitalgesellschaften auf bestimmte Reinvestitionsgüter übertragen oder eine steuerfreie Rücklage (Reinvestitionsrücklage) bilden. Diese Übertragung der Veräußerungsgewinne auf ein Ersatzwirtschaftsgut ist bis zu einem Betrag von 500.000 € zulässig. Diese Betragsgrenze wird für jeden

31 Siehe BStBl 2000 II, S. 686.

Steuerpflichtigen getrennt ermittelt. Weitere wichtige Voraussetzungen für die Übertragung der Veräußerungsgewinne sind, dass die veräußerten Anteile sechs Jahre ununterbrochen zum Anlagevermögen gehört haben und dass innerhalb von zwei Jahren entweder bewegliche Investitionsgütern oder andere Beteiligungen an Kapitalgesellschaften (bzw. innerhalb von vier Jahren Gebäude) erworben werden.

(3) Personengesellschaft als Investor

Ist eine Personengesellschaft als Investor an einem Private Equity-Fonds beteiligt, ist für die Besteuerung zu unterscheiden, ob an dieser Personengesellschaft natürliche Personen oder Kapitalgesellschaften beteiligt sind. Ist eine natürliche Person Gesellschafter der Personengesellschaft, muss wiederum zwischen Halten der Beteiligung im Privat- oder im Betriebsvermögen unterschieden werden. Da bei Personengesellschaften die Einkünfte den Gesellschaftern zugerechnet werden, stimmt die Besteuerung mit den bereits beschriebenen Fällen überein, sodass auf die vorhergehenden Abschnitte (1) und (2) verwiesen werden kann.

B.II.2.2.2 Gesellschafter-Fremdfinanzierung nach § 8a KStG

Die Vereinbarung von Gesellschafterdarlehen bzw. Mezzanine-Finanzierungen ist neben der Eigenkapitalfinanzierung ein nicht selten angewandtes Instrument eines PE-Fonds. Dies bedeutet also, dass den Portfolio-Unternehmen durch den Fonds neben Eigenkapital zusätzlich Fremdkapital zur Verfügung gestellt wird. Der Grund ist häufig im Wunsch des Investors zu sehen, sein Investitionsrisiko zu reduzieren. Bei einer Einordnung als Fremdkapital werden im Insolvenzfall die Ansprüche aus einem Darlehen vor den Eigenkapitalansprüchen bedient. Mit der Ausweitung des § 8a KStG auf die Fremdfinanzierung von Kapitalgesellschaften durch ihre inländischen Gesellschafter (in unserem Fall die Investoren) gestalten sich diese Finanzierungsmöglichkeiten aus steuerlicher Sicht für PE-Fonds schwieriger.

Nach § 8a KStG werden Zinsen, die von einer (inländischen) Kapitalgesellschaft gezahlt werden und auf einer Fremdfinanzierung durch einen wesentlich beteiligten in- und ausländischen Gesellschafter beruhen, unter bestimmten Umständen als verdeckte Gewinnausschüttung behandelt. Eine wesentliche Beteiligung liegt vor, wenn ein Gesellschafter zu mehr als 25% am Grund- oder Stammkapital der Kapitalgesellschaft beteiligt ist (§ 8a Abs. 3 KStG). § 8a KStG wird auch dann angewandt, wenn der Kapitalgeber eine dem Gesellschafter nahe stehende Person ist oder der Kapitalgeber bei einem Ausfall seiner Forderung gegenüber der Kapitalgesellschaft ein Rückgriffsrecht (bspw. Bürgschaft, Grundschuld) gegenüber dem Gesellschafter bzw. einer nahe stehenden Person hat. Bei einer Darlehensgewährung durch einen Dritten kommt es aber nach Ansicht der Finanzverwaltung nur dann zu einer Einordnung der gezahlten Zinsen als verdeckte Gewinnaus-

schüttung, wenn der Dritte der Kapitalgesellschaft ein Darlehen gewährt und der wesentlich beteiligte Anteilseigner seinerseits gegenüber dem Dritten eine Forderung hat, auf die der Dritte zugreifen kann (sog. Back-to-Back-Finanzierung).[32]

Kurzfristige Gesellschafter-Fremdfinanzierungen fallen nicht in den Anwendungsbereich des § 8a KStG, sondern nur Schulden, die als Dauerschulden i.S.d. § 8 Nr. 1 GewStG angesehen werden.[33] Gesellschafterdarlehen werden also grundsätzlich nur dann erfasst, wenn sie eine Laufzeit von mehr als 12 Monaten haben. Fremdkapital, das mit der Gründung oder dem Erwerb eines Betriebes, eines Teilbetriebes oder eines Anteils am Betrieb zusammenhängt, fällt jedoch auch bei einer kürzeren Laufzeit als 12 Monate unter die Regelung des § 8a KStG.

Eine weitere Eingrenzung des Anwendungsbereichs des § 8a KStG ergibt sich daraus, dass eine Freigrenze von 250.000 € eingeräumt wird. Diese Freigrenze wird aus Sicht der Kapitalgesellschaft ermittelt, d.h. sie wird nicht für jeden Investor getrennt ermittelt.

Ist § 8a KStG anzuwenden, stellen die Zinsen aus der Gesellschafterfremdfinanzierung verdeckte Gewinnausschüttungen dar, d.h. sie sind bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage für die Gewerbe- und Körperschaftsteuer bei der Portfolio-Kapitalgesellschaft nicht als Betriebsausgabe abziehbar. Zur Feststellung, ob § 8a KStG zur Anwendung kommt, muss geprüft werden, welche Art der Verzinsung vorliegt: (1) Handelt es sich um eine gewinnabhängige Verzinsung (§ 8a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 KStG), ist eine Umqualifizierung der Zinsen in verdeckte Gewinnausschüttungen stets gegeben.[34] (2) Ist die Verzinsung „in einem Bruchteil des Kapitals bemessen“ (also als fester Prozentsatz), sieht § 8a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 KStG zwei Ausnahmeregelungen vor, nach denen die Zinsen nicht als verdeckte Gewinnausschüttung umqualifiziert werden müssen.

- Die Gesellschafterfremdfinanzierung wird steuerlich anerkannt, wenn das Fremdkapital nicht mehr als das 1,5-fache des anteiligen Eigenkapitals des Gesellschafters beträgt (sog. „safe haven“).

- Kann die Gesellschaft nachweisen, dass sie das Fremdkapital auch von einem fremden Dritten, wie bspw. einer Bank, bekommen hätte, kann die Portfolio-Kapitalgesellschaft die Aufwendungen aus der Gesellschafterfremdfinanzierung als Betriebsausgabe abziehen. Aus Sicht der Unternehmen stellt sich allerdings das Problem, dass die Finanzverwaltung an den „Drittvergleich“ sehr hohe Anforderungen stellt.[35]

---

32 Vgl. BMF-Schreiben vom 15. Juli 2004 (BStBl 2004 I, S. 593, Tz. 20).
33 Vgl. BMF-Schreiben vom 15. Juli 2004 (BStBl 2004 I, S. 593, Tz. 37).
34 Das Gleiche gilt für umsatzabhängige Vergütungen.
35 Vgl. BMF-Schreiben vom 15. Dezember 1994, BStBl 1995 I, S. 25, Tz. 59-62.

Durch ein BMF-Schreiben vom 15. Juli 2004 wurden zwar einige Details bezüglich der Anwendung des § 8a KStG geregelt, wichtige Einzelheiten bleiben jedoch weiterhin ungeklärt. Außerdem wurden wesentliche Kritikpunkte an der alten Fassung durch die neue Fassung des § 8a KStG immer noch nicht beseitigt. So gilt beispielsweise nach Ansicht einiger Autoren (statt aller Kessler et al. (2004)) auch die geänderte Fassung des § 8a KStG als europarechtswidrig (Verstoss gegen die Kapitalverkehrsfreiheit).

B.II.2.3 Initiatorenbesteuerung

Die Initiatoren sind üblicherweise an den von ihnen aufgelegten PE-Fonds mit ihren Einlagen beteiligt. Durch die Übernahme eines Teils des Zeichnungskapitals erwirtschaften sie - wie jeder andere Investor - Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungen. Für deren steuerliche Behandlung gelten keine Besonderheiten, d.h. die Besteuerung erfolgt für inländische Initiatoren nach den in Kapitel B.II.2.2 beschriebenen Kriterien.

Neben der Kapitalbeteiligung leisten die Initiatoren im Regelfall noch immaterielle Beiträge in Form von Auswahl-, Beratungs- und Kontrolltätigkeiten, die durch einen erhöhten Gewinnanteil (Carried Interest) abgegolten werden. Der Carried Interest spiegelt den Anteil am Gewinn wieder, den die Initiatoren als Vergütung für die Einbringung ihres Goodwills (bspw. Netzwerke oder Know-how) und für ihr außergewöhnliches Engagement erhalten. Der Carried Interest soll zur zusätzlichen Motivation der Initiatoren dienen.

Die steuerliche Behandlung des Carried Interest wurde durch das „Gesetz zur Förderung von Wagniskapital“ vom 30. Juli 2004 gesetzlich geregelt:

- Der Carried Interest gilt nach § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG als „Einkünfte aus selbständiger Tätigkeit“, wenn es sich um „Einkünfte, die ein Beteiligter an einer vermögensverwaltenden Gesellschaft oder Gemeinschaft, deren Zweck im Erwerb, Halten und in der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften besteht, als Vergütung für Leistungen zur Förderung des Gesellschafts- oder Gemeinschaftszwecks erzielt,“ handelt. Dies gilt unabhängig davon, ob der Fonds gewerblich oder vermögensverwaltend ist bzw. ob er als Personen- oder Kapitalgesellschaft geführt wird (BVK (2004b), P+P Pöllath + Partner (2004) und BMF (2004)).

- Der Carried Interest ist nach § 3 Nr. 40a EStG zur Hälfte steuerfrei, d.h. er unterliegt nur zur Hälfte der Besteuerung. Dies gilt nicht nur dann, wenn der Empfänger der erhöhten Gewinnbeteiligung, d.h. der Initiator, eine natürliche Person ist, sondern auch dann, wenn der Initiator eine Kapitalgesellschaft ist (Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drs. 15/3336, S. 6). Voraussetzung für die hälftige Steuerbefreiung des Carried Interest ist, dass die Investoren ihr eingezahltes Kapital vollständig zurückerhalten haben.

Die Beurteilung der Art und Weise der Besteuerung des Carried Interest hängt von der gewählten Sichtweise ab: (1) Geht man davon aus, dass es sich bei dem Carried Interest um eine Vergütung für die Dienstleistung des Investors und die von ihm überlassenen immateriellen Wirtschaftsgüter handelt, müsste er ihn in vollem Umfang besteuern. Bei dieser Sichtweise ist die hälftige Steuerbefreiung eine Steuervergünstigung für die Initiatoren von PE-Fonds. (2) Stellt man darauf ab, dass sich die Höhe des Carried Interest aus den vom PE-Fonds erzielten Veräußerungsgewinnen ergibt, kann man die Auffassung vertreten, dass der Carried Interest ertragsteuerlich wie Veräußerungsgewinne zu behandeln ist. Bei diesem Ansatz stellt die gesetzliche Neuregelung für die Initiatoren eine Mehrbelastung dar. Ist der Initiator eine natürliche Person, wäre der Gewinn aus der Veräußerung der Anteile an den Portofolio-Kapitalgesellschaften nur dann steuerpflichtig, wenn entweder ein privates Veräußerungsgeschäft (§ 23 EStG) oder eine wesentliche Beteiligung (§ 17 EStG) vorliegt. Bei Initiatoren in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft wären Veräußerungsgewinne im Ergebnis zu 95% steuerfrei (§ 8b Abs. 2, 3 KStG).

Die gesetzliche Regelung zur hälftigen Steuerbefreiung kann also als eine Art Kompromiss zwischen den beiden Betrachtungsweisen angesehen werden. Aus systematischer Sicht spricht mehr für eine volle Besteuerung des Carried Interest.[36] Es geht nämlich nicht darum, wie die Investoren besteuert werden, in deren Interessen die Initiatoren tätig sind, sondern darum, welche Tätigkeit die Initiatoren selbst ausüben.

B.II.2.4 Besteuerung der Managementgesellschaft

Die Geschäftsführung wird vom PE-Fonds in der Rechtsform einer GmbH & Co.KG zur Vermeidung der gewerblichen Prägung des PE-Fonds, d.h. aus ertragsteuerlichen Gründen, an eine als Kommanditistin am Fonds beteiligte GmbH übertragen. Diese GmbH, die auch als Managementgesellschaft bezeichnet wird, erbringt immaterielle Beiträge im Rahmen der Identifizierung, Vermittlung und Betreuung von Portfolio-Unternehmen. Für diese Tätigkeiten erhält sie von der Fondsgesellschaft eine Verwaltungsgebühr (Management Fee).

Die Managementgesellschaft unterliegt mit ihren Gewinnen, d.h. der Management Fee abzüglich der mit der Fondsverwaltung im Zusammenhang stehenden Ausgaben, der Körperschaftsteuer sowie der Gewerbesteuer. Dabei ergeben sich in der Regel keine Besonderheiten. Diskussionsbedarf besteht dagegen hinsichtlich der umsatzsteuerlichen Behandlung der Management Fee.

Im Umsatzsteuerrecht liegt ein Leistungsaustausch vor, wenn ein Leistender und ein Leistungsempfänger vorhanden sind und der Leistung unmittelbar eine Gegenleistung gegenübersteht. Ob das Entgelt für die Geschäftsführung der Fonds-KG durch die Management-

---

[36] So bspw. auch die Finanzverwaltung, vgl. BMF-Schreiben vom 16. Dezember 2003 (BStBl 2004 I, S. 40). Diese Auffassung der Finanzverwaltung ist allerdings durch die gesetzliche Regelung überholt.

gesellschaft, d.h. die Management Fee, der Umsatzsteuer unterliegt, hängt davon ab, ob der Gesellschafterbeitrag im Rahmen einer gewinnabhängigen Zahlung abgegolten wird (nicht steuerbarer Gesellschafterbeitrag) oder ob ein gewinnunabhängiges „Sonderentgelt" gezahlt wird, das die Leistungsbeziehung auf einen Leistungsaustausch ausrichtet (steuerbarer Leistungsaustausch).[37] Wie die Zahlung der Fondsgesellschaft für die Geschäftsführungstätigkeit deklariert ist, zum Beispiel als Umsatzbeteiligung, Aufwendungsersatz, Kostenerstattung oder Ähnliches, ist für die umsatzsteuerliche Behandlung ohne Bedeutung.

(1) Sonderentgelt: Findet die Zahlung in Form eines gewinnunabhängigen Sonderentgeltes statt, liegt ein Leistungsaustausch vor, der umsatzsteuerlich zu erfassen ist. Zu prüfen ist, ob die geschäftsführende Gesellschaft selbständig tätig wird. Übernimmt eine juristische Person, in unserem Fall die Management-GmbH, die Geschäftsführung an einer Personengesellschaft ist diese grundsätzlich als selbstständig einzustufen (vgl. BMF-Schreiben vom 23. Dezember 2003[38]). Keine Selbständigkeit liegt dagegen bei einer umsatzsteuerlichen Organschaft vor (§ 2 Abs. 2 Nr. 2 UStG). Da die Fonds-GmbH & Co.KG jedoch nicht an der Management-GmbH beteiligt ist, sondern umgekehrt die Management-GmbH an der Fonds-GmbH & Co.KG, kann eine Eingliederung und somit eine umsatzsteuerliche Organschaft nicht vorliegen.

(2) Gewinnabhängige Vergütung: Üblicherweise wird jedoch kein gewinnunabhängiges Sonderentgelt gezahlt, sondern der Management-GmbH ein Anteil am Gewinn der GmbH & Co.KG eingeräumt. Typischerweise handelt es sich um einen Gewinn-Vorab, der im Rahmen einer Ergebnisverwendung aus dem Bilanzgewinn gezahlt wird. Im Gegensatz zum Sonderentgelt ist die gewinnabhängige Vergütung im Rahmen der Umsatzsteuer grundsätzlich nicht steuerbar, da sie als Gesellschafterleistung angesehen wird, sodass kein Leistungsaustausch vorliegt. Nach dem BMF-Schreiben vom 23. Dezember 2003 kann diese Vergütung aber trotzdem ein zur Steuerbarkeit führendes Sonderentgelt darstellen, wenn sie nicht nach den geschätzten, sondern nach den tatsächlich erbrachten Leistungen der Managementgesellschaft bemessen ist.

(3) Mischentgelt: Erhält die Managementgesellschaft für ihre Geschäftsführungs- und Vertretungsleistung neben dem gewinnunabhängigen Sonderentgelt zusätzlich eine gewinnabhängige Vergütung (sog. Mischentgelt), sind diese zwei Komponenten der Management Fee umsatzsteuerlich getrennt zu betrachten. Das Sonderentgelt unterliegt der Umsatzsteuer, während der gewinnabhängige Anteil im Rahmen der Umsatzsteuer nicht steuerbar ist.

---

[37] Zur umsatzsteuerlichen Behandlung der Vergütung für die Geschäftsführung im Rahmen einer Personengesellschaft siehe grundlegend BFH-Urteil vom 6.6.2002 (BStBl 2003 II, S. 36).

[38] Siehe BStBl 2004 I, S. 240.

B.II.2.5 Verlustverrechnungsmöglichkeiten

Das Problem der Verlustverrechnung stellt sich auf zwei Ebenen: Erzielt ein Portfolio-Unternehmen Verluste, ist zu prüfen, inwiefern dieses Unternehmen seine Verluste mit später entstehenden Gewinnen verrechnen kann. Verkauft der PE-Fonds ein Portfolio-Unternehmen mit Verlust, geht es um die Möglichkeiten der Verrechnung dieses Veräußerungsverlusts auf Ebene der Investoren.

(1) Verlustabzug bei den Portfolio-Kapitalgesellschaften: Erzielt eine Portfolio-Kapitalgesellschaft Verluste, kann sie diese im Rahmen des Verlustabzugs verrechnen. Der Verlustabzug gliedert sich in einen Verlustrücktrag und in einen Verlustvortrag. Der Verlustrücktrag zur Verrechnung der Verluste mit Gewinnen des vorangegangenen Jahres ist bis zur Höhe von 511.500 € möglich (§ 10d Abs. 1 EStG i.V.m. § 8 Abs. 1 KStG). Darüber hinaus gehende Verluste können in die folgenden Jahre vorgetragen werden. Der Verlustvortrag ist bis zu einem Sockelbetrag in Höhe von 1 Mio. € unbeschränkt möglich. Übersteigen die Verluste den Sockelbetrag, können nur 60% der verbleibenden Gewinne mit Verlusten verrechnet werden, 40% der Gewinne unterliegen der Besteuerung (sog. Mindestbesteuerung, § 10d Abs. 2 EStG i.V.m. § 8 Abs. 1 KStG). Für die Verrechnung von negativen Gewerbeerträgen gilt nach § 10a GewStG eine vergleichbare Regelung, wobei allerdings zu beachten ist, dass bei der Gewerbesteuer nur ein Verlustvortrag möglich ist, ein Verlustrücktrag scheidet bei der Gewerbesteuer aus.

Die Verlustvorträge von Unternehmen unterliegen durch diese seit dem Jahr 2004 geltende Regelung einer zeitlichen Streckung, was zu negativen Liquiditäts- und Zinseffekten dieser Unternehmen führt und die Innenfinanzierungsmöglichkeiten durch die Erzielung von Cashflows erheblich verschlechtert. Von der „Mindestbesteuerung“ sind insbesondere Unternehmen mit ausgeprägt zyklischer Erfolgsentwicklung, Unternehmen mit begrenzter Laufzeit (z.B. Projektgesellschaften) und Branchen mit hoher Kapitalintensität sowie Sanierungsfälle betroffen. Erhebliche Nachteile entstehen auch für (innovative) Neugründungen, da bei diesen in der Gründungsphase oft hohe Anlaufverluste entstehen. Durch die Einschränkungen wird das objektive Nettoprinzip als eine wichtige Unterform des Leistungsfähigkeitsprinzips (vgl. Tipke (2003)) verletzt. Einige Autoren bezeichnen die Mindestbesteuerung sogar als verfassungswidrig (vgl. Lang und Englisch (2005)).

Beim Kauf und Verkauf von Portfolio-Kapitalgesellschaften ist zu beachten, dass eine Kapitalgesellschaft Verluste nur dann verrechnen darf, wenn sie rechtlich und wirtschaftlich mit der verlustverursachenden Kapitalgesellschaft identisch ist (§ 8 Abs. 4 KStG). Da auch nach einem Anteilseignerwechsel die rechtliche Identität regelmäßig gegeben ist, kommt es auf die wirtschaftliche Identität an. Diese geht insbesondere dann verloren, wenn mehr

als die Hälfte der Anteile an der Kapitalgesellschaft übertragen werden und wenn überwiegend neues Betriebsvermögen zugeführt wird.[39]

Private Equity-Gesellschaften übernehmen in der Regel Anteile oder Aktien für einen gewissen Zeitraum. Danach scheiden sie aus den Portfolio-Unternehmen aus und verkaufen ihre Anteile. Da Private Equity-Fonds oftmals über Mehrheitsbeteiligungen an Portfolio-Unternehmen verfügen, gehen bei einem Kauf bzw. Verkauf der Beteiligung mehr als die Hälfte der Anteile bzw. Aktien auf den Käufer über. Des Weiteren werden mit dem Kauf bzw. Verkauf der Beteligung häufig Kapitalerhöhungen durchgeführt, so dass auch eine Zuführung überwiegend neuen Betriebsvermögens oftmals vorliegt. Die Bedingungen des § 8 Abs. 4 KStG sind bei PE-Investitionen somit häufig erfüllt. Dies hat zur Folge, dass es insbesondere beim Erwerb oder Exit der Beteiligungen durch den PE-Fonds (wie bspw. bei Trade Sales oder Börsengängen) zum Wegfall des Verlustvortrages der Portfolio-Unternehmen kommt.

Allerdings sind nach einer aktuellen Entscheidung des Bundesfinanzhofs[40] die mittelbaren Anteilsübergänge unschädlich. Wenn also eine Kapitalgesellschaft Anteile an einer zweiten Kapitalgesellschaft hält und die Anteile an der ersten Kapitalgesellschaft veräußert werden, führt dies nicht zum Verlust der wirtschaftlichen Identität der zweiten Kapitalgesellschaft. Solche Strukturen kommen in der Praxis im Buy-Out-Bereich vor; bei der Venture-Capital-Finanzeriung handelt es dagegen typischerweise um ein unmittelbares Verhältnis zwischen dem Kapitalgeber und seinem Portfolio-Unternehmen. Somit wird insbesondere der Frühphasenbereich, der ohnehin stärker zu Verlusten tendiert, von der Regelung des § 8 Abs. 4 KStG betroffen. Es kann jedoch auch im Buy-Out-Bereich nicht von einer generellen Nicht-Anwendbarkeit des § 8 Abs. 4 KStG ausgegangen werden, weil dort bei einem Mutter-Tochter-Verhältnis in der Regel eine Konsolidierung stattfindet.

(2) Verluste aus der Veräußerung von Anteilen an einer Portfolio-Kapitalgesellschaft: Erzielt ein PE-Fonds durch den Verkauf einer Beteiligung Verluste, werden diese aufgrund der transparenten Besteuerung des Fonds direkt dem Investor zugerechnet. Dabei ist wieder zu unterscheiden, ob der Investor eine Kapitalgesellschaft oder eine natürliche Person ist.

Ist der Investor eine Kapitalgesellschaft, können Veräußerungsverluste nicht verrechnet werden (§ 8b Abs. 3 Satz 3 KStG).

Ist der Investor eine natürliche Person, die die Anteile am Fonds im Privatvermögen hält, ist die Verlustverrechnung vom steuerlichen Status der Beteiligung abhängig. Die Mög-

---

39 Hintergrund der Einführung des § 8 Abs. 4 KStG war die Vermeidung von sog. Mantelkäufen. Bei diesen als missbräuchlich angesehenen Vorgängen wurden die Anteile von Verlustkapitalgesellschaften nur mit dem Ziel gekauft, dass der vorhandene Verlustvortrag mit den von der Kapitalgesellschaft nach der Umstrukturierung durch den Käufer erzielten Gewinnen verrechnet werden kann.

40 Siehe BFH-Urteil vom 20.8.2003 (I R 61/01).

lichkeiten zur Verrechnung des Veräußerungsverlustes hängen im Wesentlichen davon ab, inwieweit Veräußerungsgewinne steuerpflichtig sind: (1) Wurde die Beteiligung länger als ein Jahr gehalten und liegt die Beteiligungsquote unter 1% (weder § 23 noch § 17 EStG erfüllt), können die Verluste aus der Beteiligung der Anteile an der Portfolio-Kapitalgesellschaft nicht verrechnet werden. (2) Wurde die Beteiligung weniger als ein Jahr gehalten (§ 23 EStG erfüllt), können die Veräußerungsverluste zwar mit Gewinnen aus privaten Veräußerungsgeschäften nach § 23 EStG verrechnet werden, ein Verlustausgleich mit anderen Einkünften ist allerdings nicht möglich (§ 23 Abs. 3 Satz 8, 9 EStG). (3) Beträgt die Beteiligungsquote mindestens 1% und wurden die Anteile an der Portfolio-Kapitalgesellschaft länger als ein Jahr gehalten (§ 17 EStG ist erfüllt), ist eine Verlustverrechnung nur möglich, wenn die veräußerten Anteile entgeltlich erworben wurden und innerhalb der letzten fünf Jahre die Mindestbeteiligungsquote von 1% nicht unterschritten wurde (§ 17 Abs. 2 Satz 4 EStG). Soweit ein Veräußerungsverlust nach § 17 EStG verrechenbar ist, kann er mit positiven Einkünften aus anderen Einkunftsquellen verrechnet werden bzw. in den Verlustabzug einbezogen werden.

Ist der Investor eine natürliche Person, die die Anteile am Fonds im Betriebsvermögen hält, sind die Veräußerungsverluste verrechenbar (Minderung der Einkünfte aus Gewerbetrieb des Investors, § 15 EStG).

Ist der Investor eine Personengesellschaft, ist wieder zu unterscheiden, ob die Gesellschafter der Personengesellschaft Kapitalgesellschaften oder natürliche Personen sind.

B.II.2.6 Inlandsinvestitionen von Steuerausländern

Neben den bereits diskutierten Beteiligungen durch unbeschränkt steuerpflichtige Inländer können sich auch Steuerausländer an inländischen Fonds beteiligen. Steuerausländer sind einerseits natürliche Personen, die weder ihren Wohnsitz noch ihren gewöhnlichen Aufenthaltsort im Inland haben, oder andererseits Körperschaften, bei denen sich weder der Geschäftsitz noch die Geschäftsleitung im Inland befinden. Steuerausländer sind nach § 1 Abs. 4 EStG und § 2 KStG beschränkt steuerpflichtig, wenn sie inländische Einkünfte i.S.d. § 49 EStG erzielen. Im Gegensatz zu einer unbeschränkten Steuerpflicht sind die Einkünfte des Steuerausländers im Rahmen seiner beschränkten Steuerpflicht nur dann zu versteuern, wenn sie einen gewissen Inlandsbezug aufweisen (Territorialprinzip). So bezieht sich § 49 Abs. 1 EStG auf die Einkunftsarten nach §§ 13-23 EStG, um die Einkünfte des ausländischen Investors zunächst nach inländischen Maßstäben zu kategorisieren.

Die Transparenz einer vermögensverwaltenden Personengesellschaft gilt auch für Steuerausländer, d.h. die Beteiligungen des PE-Fonds an den Portfolio-Unternehmen werden auch den ausländischen Investoren entsprechend ihrem Anteil am Fonds zugerechnet

(Bruchteilsbetrachtung, § 39 Abs. 2 Nr. 2 AO). Für den Umfang der beschränkten Steuerpflicht ist es unerheblich, ob der Steuerausländer die Beteiligung im Privat- oder im Betriebsvermögen hält (isolierende Betrachtungsweise, § 49 Abs. 2 EStG).

Ist der in der Rechtsform einer GmbH & Co.KG geführte PE-Fonds vermögensverwaltend tätig, werden die Gewinne des PE-Fonds den Gesellschaftern direkt zugerechnet. Ist der Investor ein Steuerausländer, kommt es nach deutschem Steuerrecht in folgenden Fällen zu einer beschränkten Steuerpflicht:

- Liegt zwischen Erwerb der Beteiligung an der Portfolio-Kapitalgesellschaft und deren Veräußerung nicht mehr als ein Jahr, liegen inländische Einkünfte i.S.d. § 49 Abs. 1 Nr. 8 i.V.m. § 23 EStG vor.

- Liegt zwischen Erwerb der Beteiligung an der Portfolio-Kapitalgesellschaft und deren Veräußerung mehr als ein Jahr, liegen inländische Einkünfte i.S.d. § 49 Abs. 1 Nr. 2 Buchst. e i.V.m. § 17 EStG vor.

In beiden Fällen entsteht eine Steuerpflicht nur dann, wenn die (nach der Bruchteilsbetrachtung berechnete) Beteiligungsquote des Steuerausländers mindestens 1% beträgt und wenn die Portfolio-Kapitalgesellschaft, deren Anteile veräußert werden, ihren Sitz oder ihre Geschäftsleitung im Inland hat.

Besteht eine beschränkte Steuerpflicht, werden die Veräußerungsgewinne in Deutschland in gleicher Weise besteuert wie bei Steuerinländern, d.h. hinsichtlich der 50%-igen Steuerbefreiung nach § 3 Nr. 40 EStG (Investor ist eine natürliche Person) bzw. der de facto 95%-igen Steuerbefreiung nach § 8b Abs. 2, 3 KStG (Investor ist eine Kapitalgesellschaft) kann auf die Erläuterungen in Kapitel B.II.2.2 verwiesen werden.

Die beschränkte Steuerpflicht bestimmt sich nur dann ausschließlich nach nationalem Recht (§ 1 Abs. 4 EStG, § 2 Nr. 1 KStG i.V.m. § 49 EStG), wenn zwischen dem Ansässigkeitsstaat des ausländischen Investors und Deutschland kein Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) besteht. Aufgrund des umfangreichen Abkommensnetzes von Deutschland[41] ist allerdings im Regelfall davon auszugehen, dass ein Doppelbesteuerungsabkommen besteht. Wesensmerkmal der Doppelbesteuerungsabkommen ist, dass sie die Besteuerungsrechte der beteiligten Staaten einschränken. Bei Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften weist Art. 13 Abs. 5 OECD-MA[42] das Besteuerungsrecht aus-

---

41 Vgl. die Übersicht über die bestehenden Abkommen im BMF-Schreiben vom 5. Januar 2005 (BStBl 2005 I, S. 298).

42 Um einen allgemeinen Überblick zu geben, werden hier nicht einzelne Abkommen behandelt, sondern es wird auf das OECD-Musterabkommen (OECD-MA) abgestellt. Da sich die meisten deutschen Abkommen an dem OECD-MA orientieren, ist damit keine Einschränkung der Allgemeingültigkeit verbunden. Eine Übersicht über die Regelung des Art. 13 Abs. 5 OECD-MA in den konkreten deutschen Abkommen befindet sich bei Vogel und Lehner (2003), Art. 13, Rz. 74. Demnach ergeben sich in manchen DBA vom

schließlich dem Staat zu, in dem der Veräußerer, d.h. der Investor, ansässig ist. Dies bedeutet, dass bei Bestehen eines Abkommens die nach innerstaatlichem Recht bestehende beschränkte Steuerpflicht in Deutschland entfällt. Der ausländische Investor hat den Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an einer Portfolio-Kapitalgesellschaft nur in seinem Ansässigkeitsstaat nach den dort geltenden Verhältnissen zu besteuern.

B.II.2.7 Investitionen von Steuerinländern an ausländischem Investmentvermögen

Beteiligen sich Steuerinländer als Investoren an ausländischen Private Equity-Fonds, hängt die Besteuerung der Investoren in Deutschland von der Rechtsform ab, in der der jeweilige ausländische Fonds geführt wird. Im Folgenden wird zwischen PE-Fonds in der Rechtsform einer Personengesellschaft sowie in PE-Fonds differenziert, die als Investmentfonds i.S.d. Investmentgesetzes (InvG) geführt werden. Für die steuerliche Beurteilung in Deutschland ist deutsches Recht maßgebend.

(1) Ausländische Personengesellschaft: Private Equity-Fonds werden auch im Ausland auf Grund der steuerlichen Transparenz zumeist in der Rechtsform einer Personengesellschaft geführt. Nach deutschem Steuerrecht ist zunächst zu prüfen, ob die ausländische Rechtsform nach einem Typenvergleich auch nach deutschem Recht als Personengesellschaft angesehen wird. Ist dies der Fall, ist weiterhin zu untersuchen, ob die Personengesellschaft gewerblich tätig oder gewerblich geprägt ist oder ob eine private Vermögensverwaltung vorliegt. Zur Untersuchung werden - wie im Inlandsfall - die Kriterien des BMF-Schreibens vom 16. Dezember 2003[43] herangezogen. Es kann somit auf Kapitel B.II.2.1 verwiesen werden. Besondere Probleme bereitet im Rahmen dieser Einkunftsqualifikation das Kriterium des unternehmerischen Tätigwerdens in den Portfolio-Unternehmen. Aus deutscher Sicht besteht damit die Gefahr, dass der ausländische PE-Fonds als gewerblich eingestuft wird. Auch die Prüfung, ob der ausländische Fonds gewerblich geprägt ist, bereitet Schwierigkeiten, da in ausländischen Rechtsordnungen eine dem § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG vergleichbare Vorschrift üblicherweise nicht besteht (vgl. Rodin (2003)).

Ergibt die Untersuchung, dass der ausländische PE-Fonds als vermögensverwaltend eingestuft wird, erfolgt die Besteuerung wie bei Beteiligung an einem inländischen vermögensverwaltenden Fonds. Wird der ausländische PE-Fonds als gewerblich angesehen, entspricht die Besteuerung derjenigen bei Vorliegen eines inländischen gewerblichen Fonds.

Musterabkommen abweichende Regelungen, indem Gewinne aus der Veräußerung von Gesellschaftsanteilen im Sitzstaat der Gesellschaft besteuert werden.

43 Siehe BStBl 2004 I, S. 40.

Inwieweit die Veräußerungsgewinne im Ausland besteuert werden, richtet sich nach dem Recht des betreffenden ausländischen Staats. Ist der Investor eine natürliche Person und ist der Veräußerungsgewinn nach deutschem Steuerrecht steuerpflichtig, kann die im Ausland auf die Veräußerungsgewinne erhobene Einkommensteuer auf die inländische Einkommensteuer angerechnet werden (§ 34c Abs. 1 i.V.m. § 34d Nr. 4, 8 EStG). Ist der Investor eine Kapitalgesellschaft, kann die ausländische Steuer im Inland nicht angerechnet werden, weil die Veräußerungsgewinne nach § 8b Abs. 2 KStG in Deutschland nicht steuerpflichtig sind.

Ist der Fonds in einem Staat ansässig, mit dem kein Doppelbesteuerungsabkommen besteht, gelten diese nationalen Besteuerungsvorschriften ohne Einschränkung. Liegt dagegen ein Doppelbesteuerungsabkommen vor, gilt folgendes:

- Bei vermögensverwaltend tätigen PE-Fonds wird bei Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an den Portfolio-Kapitalgesellschaften das Besteuerungsrecht dem Wohnsitzstaat zugewiesen (Art. 13 Abs. 5 OECD-MA), d.h. die Veräußerungsgewinne sind - wie ohne Bestehen eines Abkommens - nach den allgemeinen Regeln in Deutschland steuerpflichtig. Im Ausland entfällt allerdings eine Besteuerung.

- Gilt der PE-Fonds als Gewerbebetrieb und unterhält er im Ausland eine Betriebsstätte, sind die Veräußerungsgewinne in Deutschland freizustellen (Art. 13 Abs. 2 OECD-MA). Die Gewinne können ausschließlich im Ausland besteuert werden. Die Art und Weise der Veräußerungsgewinnbesteuerung richtet sich nach ausländischem Steuerrecht.[44]

(2) Investmentfonds nach dem Investmentgesetz: § 1 Satz 2 InvG definiert Investmentvermögen als Vermögen zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage, die nach dem Grundsatz der Risikomischung in Vermögensgegenstände i.S.d. § 2 Abs. 4 InvG angelegt sind. Die Prüfung, ob die Kriterien der Risikomischung und der Anlage in Vermögensgegenstände erfüllt sind, hat für jeden Fonds gesondert zu erfolgen. Es ist jeweils im Einzelfall festzustellen, ob die Kriterien erfüllt sind. Ist der Private Equity-Fonds als Investmentvermögen nach dem InvG anzusehen, richtet sich die Besteuerung im Inland nach dem Investmentsteuergesetz (vgl. Kayser und Steinmüller (2004)).

Hält ein Investor die Fondsanteile im Privatvermögen, sind die Gewinne, die bei der Veräußerung der Portfolio-Unternehmen entstehen, aufgrund der Steuerbefreiung des § 2 Abs. 3 InvStG nicht steuerpflichtig. Werden die Anteile im Betriebsvermögen einer natürlichen Person gehalten, unterliegen die Veräußerungsgewinne den Regelungen des Halb-

---

44 Stellt der PE-Fonds einen Gewerbebetrieb kraft gewerblicher Prägung dar, ist strittig, ob auch abkommensrechtlich Unternehmensgewinne vorliegen. Die Behandlung eines solchen Sachverhalts in Deutschland kann demnach nicht eindeutig vorhergesagt werden (vgl. Bünning (2002a)).

einkünfteverfahrens. Ist der Investor eine Kapitalgesellschaft, sind die Veräußerungsgewinne zu 95% von der Besteuerung befreit (§ 2 Abs. 3 Nr. 1 InvStG, § 8b Abs. 2, 3 KStG).

Diese Besteuerung erfolgt jedoch nur, wenn der ausländische Investmentfonds die Besteuerungsgrundlagen ordnungsgemäß nach den Vorschriften des § 5 InvStG bekannt macht. Kommt der Investmentfonds diesen Verpflichtungen nicht nach, erfolgt bei kleineren Mängeln in der Bekanntmachung eine volle Besteuerung der Veräußerungsgewinne (§ 5 Abs. 1 Satz 2 InvStG). Bei größeren Mängeln kommt es zu einer Pauschalbesteuerung nach § 6 InvStG, bei der nicht nur die Veräußerungsgewinne, sondern auch die Wertsteigerung der Anteile am Investmentfonds der Besteuerung unterliegt, wobei eine Wertsteigerung immer angenommen wird, auch wenn die Anteile tatsächlich an Wert verloren haben (vgl. Kayser und Steinmüller (2004)).

C Rahmenbedingungen und Marktentwicklung in wichtigen Konkurrenzmärkten

Es folgt die Beschreibung der aktuellen Rahmenbedingungen in Ländern mit weit entwickeltem PE-Markt. Hierzu gehören die USA, Großbritannien, die Niederlande und Schweden.

C.I Marktentwicklung

Der US-amerikanische PE-Markt ist der größte der Welt. In Europa gehörten in den letzten Jahren Großbritannien, Schweden und die Niederlande zu den größten PE-Märkten gemessen am Anteil der PE-Investitionen am BIP. In Großbritannien, Schweden und die Niederlande erreichte dieser Anteil im Jahre 2003 0,85%, 0,38% und 0,24%. Deutschland lag mit 0,12% an elfter Stelle von den 20 im EVCA Yearbook erfassten Ländern (vgl. EVCA (2004)). Die Quote liegt für die USA fast bei 1% (vgl. PricewaterhouseCoopers (2004)). In Europa wurden im Jahre 2003 ca. 27 Mrd. € an neuem Fondskapital gesammelt. Mehr als die Hälfte (55,5%) kam aus Großbritannien. An zweiter und dritter Stelle waren verhältnismäßig kleine Länder, nämlich Schweden mit 8% und die Niederlande mit 7,6% (vgl. EVCA (2004)).

C.II Rahmenbedingungen

C.II.1 Kapitalmarktrecht, Aufsichtsrecht und Regulierung

C.II.1.1 USA

In den USA sind die Pensionsfonds (mit 43% des Fundraisings im Jahre 2003) die wichtigste Kapitalquelle für PE-Fonds. An zweiter Stelle sind Finanzinstitutionen und Versicherungen, die 25% beitragen (vgl. BVK (2004d)).

Eine Berechtigung zur Erteilung einer Bankenbewilligung haben in den USA sowohl das Office of the Comptroller of the Currency als bundesstaatliche Aufsichtsbehörde als auch die jeweiligen State Banking Departments als Aufsichtsbehörde der einzelnen Bundesstaaten. Durch welche Aufsichtsbehörde und nach welchen Regeln eine Bank beaufsichtigt wird, entscheidet sich auf Grund der Art der Bankenbewilligung (National Charter oder State Charter), der Zugehörigkeit zum Zentralbankensystem (Federal Reserve System) sowie der Mitgliedschaft bei der Bundeseinlagenversicherungsgesellschaft (Federal Deposit Insurance Corporation). Der Großteil der Finanzinstitute wird jedoch entweder vom Office of the Comptroller of the Currency (OCC), dem Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB) oder von der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) beaufsichtigt. Banken unterliegen keinen quantitativen Anlagegrenzen hinsichtlich ihrer Investitionen.

Die Struktur der Finanzaufsicht über die Versicherungswirtschaft entspricht der der Banken. Pensionsfonds unterliegen den Regularien der Versicherungsbranche. Seit Abschaffung der Preis- und Produktkontrolle stehen die Mindestkapitalvorschriften im Vordergrund des Verbraucherschutzes. Für Pensionsfonds und die Versicherungswirtschaft gilt in den USA das Sorgfaltsprinzip. Es existieren keine Begrenzungen für Beteiligungen in Eigenkapital, Immobilien, Anleihen, Fonds, Kreditvergabe und Bankeinlagen. Lediglich Investitionen des Fonds in nahe stehende Unternehmen (self-investment) sind auf 10% beschränkt.

C.II.1.2 Großbritannien

In Großbritannien kamen im Jahre 2003 insgesamt 34,2% der Kapitalzuflüsse der PE-Branche von den Pensionsfonds. Auch Banken und Versicherungen an zweiter und dritter Stelle spielten mit 18,5% und 8,5% eine wichtige Rolle (vgl. EVCA (2004)). Etwa zwei Drittel dieser Mittel stammten jedoch aus dem Ausland. Auf der anderen Seite investierten wiederum britische PE-Fonds intensiv im Ausland.

In Großbritannien ist der Bank of England neben den Aufgaben einer Zentralbank („monetary stability“) auch die staatliche Bankenaufsicht („financial stability“) übertragen wor-

den. Für die Bankenaufsicht ist dabei die so genannte „Supervision and Surveillance"-Abteilung zuständig. Die laufende Überwachung der beaufsichtigten Banken basiert dabei in erster Linie auf der Auswertung der sog. Prudential Returns. Banken unterliegen keinen quantitativen Anlagegrenzen hinsichtlich ihrer Investitionen.

Für Pensionsfonds und Versicherungen überprüft die Financial Services Authority die Erfüllbarkeit von Prognoserechnungen und Garantiezusagen ebenso wie den Vertrieb der Produkte mit den entsprechenden Verkaufsunterlagen. Es gilt der Sorgfaltsprinzip. Es existieren keine Begrenzungen für Beteiligungen in Eigenkapital, Immobilien, Anleihen, Fonds, Kreditvergabe und Bankeinlagen. Investitionen in Derivate sind lediglich zur Absicherung erlaubt. Für Pensionsfonds ist lediglich die Beteiligung an nahe stehenden Unternehmen (self-investment) auf 5% beschränkt.

Es bestehen Vorschriften im Hinblick auf die Liquiditätsanforderungen der Pensionsfonds und Versicherungen. Der 1986 Financial Services Act schränkte die Investitionen der Pensionsfonds in PE-Fonds stark ein. Darüber hinaus wurde 1995 ein sog. mimimum funding requierement (MFR) eingeführt, das seit 1997 angewendet werden muss. Es sollte eine höhere Liquidität der Pensionsfonds gewährleisten, was die Private Equity-Investitionen, insbesondere im VC-Bereich, indirekt einschränkte (siehe Baygan (2003)). Der 2000 Financial Services and Markets Act zielte jedoch auf eine größere Heterogenität und weniger Einschränkungen in Bezug auf riskante und early-stage Investitionen. Dennoch zeigen über 80% der britischen Pensionsfonds keine Bereitschaft zur Private Equity-Anlage (vgl. Börsen-Zeitung, 21.9.2004). Im Bereich der Versicherungen lockerte das im Jahre 1994 eingeführte Amendment to the Insurance Companies Regulation Act die Einschränkungen für die Versicherungen, die daraufhin ihre Investitionen Private Equity leicht ausdehnten.

C.II.1.3 Niederlande

In den Niederlanden spielen Banken (mit 38,9% im Jahre 2003) eine bedeutende Rolle. Versicherungen und Pensionsfonds trugen in 2003 18,5% und 12,9% zu den neuen Mitteln der niederländischen PE-Branche bei (vgl. EVCA (2004)).

Banken unterliegen keinen quantitativen Anlagegrenzen hinsichtlich ihrer Investitionen. Für Pensionsfonds und die Versicherungswirtschaft gilt in den Niederlanden das Sorgfaltsprinzip. Es existieren keine Begrenzungen für Beteiligungen in Eigenkapital, Immobilien, Anleihen, Fonds, Kreditvergabe und Bankeinlagen. Investments in Derivate sind lediglich zur Absicherung erlaubt. Eine Diversifikation bzgl. Länder, Branchen und Währungen wird gefordert. Lediglich das Investment in das dem Fonds nahe stehende Unternehmen (self-investment) ist auf 5-10% beschränkt. Eine quantitative Beschränkung für ausländische Beteiligungen besteht nicht.

C.II.1.4 Schweden

Die Pensionsfonds trugen im Jahre 2002 mit 41,7% ganz wesentlich zu den neuen Kapitalflüssen in Schweden bei. Versicherungen und Banken stellten 18,4% und 15,6% zur Verfügung (vgl. EVCA (2004)).

Banken unterliegen keinen quantitativen Anlagegrenzen hinsichtlich ihrer Investitionen. Nach umfassenden Deregulierungen am Ende der 90er Jahre unterliegen bestimmte Pensionsfonds nicht mehr den quantitativen Anlagegrenzen, sondern dem Sorgfaltsprinzip (vgl. Normann und Mitchell (2000)). Das Sorgfaltsprinzip soll in der Zukunft für alle Pensionsfonds gültig sein (vgl. Baygan (2003a)). Eine entsprechende Änderung der Regulierung von quantitativen Beschränkungen zum Sorgfaltsprinzip wurde auch für Versicherungen vorbereitet und soll voraussichtlich im Jahre 2005 implementiert werden (vgl. Hamilton (2004)).

C.II.1.5 Exkurs: Gesetzlich typisierte Beteiligungsformen in wichtigen Konkurrenzmärkten

In diesem Kapitel soll auf Formen von Beteiligungsgesellschaften eingegangen werden, die in den einzelnen Konkurrenzmärkten über spezifische gesetzliche Regulierungen bestehen. Details zu den einzelnen Strukturen in den Niederlanden und Schweden wurden leider nicht gefunden. Um neben den angelsächsischen Kapitalmarktstrukturen weitere Aspekte in die Bewertung der deutschen UBG einfließen zu lassen, wird an dieser Stelle neben den USA und Großbritannien ein Rechtsvergleich zum französischen *Fonds Commun de Placement à Risques* (FCPR) angestellt, um auf ein in Größe bzw. in institutionellen und sozialpolitischen Gesichtspunkten zu Deutschland vergleichbares Land abzuzielen.

C.II.1.5.1 USA

Obwohl in den USA der weitaus bedeutendste Teil der Private Equity-Investitionen über unabhängige Strukturen in Form einer *Limited Partnership* erfolgt, gibt es von der staatlichen Small Business Administration initiierte Instrumente zur Förderung kleiner Unternehmen. Neben Programmen zur Unterstützung der Forschung und Entwicklung wie dem Small Business Innovation Research Program (SBIR) und dem Small Business Technology Transfer Program (STTR) ist dies insbesondere die gesetzliche Typisierung einer Rechtsform zur Investition in KMU, die sog. Small Business Investment Company (SBIC), die bereits 1958 eingeführt wurde. Diese unter Einhaltung restriktiver Regulatorien lizenzierten Private Equity-Fonds werden von staatlicher Seite finanziell gefördert.

1. Zulassung der US-amerikanischen SBICs

Das US-amerikanische SBIC-Programm zielt auf die Unterstützung kleiner Unternehmen ab. Ansatzpunkt der Förderung stellt die Möglichkeit für eine Small Business Investment Company (SBIC) dar, über die Small Business Administration (SBA) günstig Kapital zur Investition in sich qualifizierende kleine Unternehmen zu akquirieren. Des Weiteren haben Banken die Möglichkeit, durch Investitionen über eigene SBICs einige Kapitalmarktgesetze und –richtlinien bei der Investition in kleine Unternehmen zu umgehen.

Bezüglich der Lizenzierung einer Gesellschaft als SBIC existiert ein aufwendiges Lizenzierungsverfahren der SBA, das in der Regel einen Zeitraum von sechs bis neun Monaten in Anspruch nimmt und sich insbesondere auf die Kompetenz des Managements richtet. So muss die Managementgesellschaft mindestens zwei Partner stellen, die fünf oder mehr Jahre Erfahrung in der Private Equity-Branche nachweisen können. Zudem unterliegt der Geschäftsplan des Fonds einer eingehenden Prüfung durch die SBA. Als Kapitalanforderung für eine lizenzierte SBIC gilt ein privates Kapital von mindestens 5 Mio. $, für eine Teilnahme des Fonds am so genannten *Participating Securities*-Programm sind 10 Mio. $ Grundkapital erforderlich. In letzterem Falle gilt bezüglich der Rechtsform des Fonds eine Beschränkung auf eine *Limited Partnership*, prinzipiell schließt die staatliche Förderung jedoch Fonds in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft ein, die auch als Aktiengesellschaften öffentlich gehandelt werden können. Die Laufzeit der Lizenz ist nicht begrenzt, jedoch hat eine lizenzierte SBIC neben jährlicher Finanzberichtserstattung einer zweijährigen Überprüfung durch die SBA standzuhalten.

2. Anlagebegrenzung einer SBIC

Eine lizenzierte SBIC unterliegt strengen Beschränkungen hinsichtlich ihrer Investitionen. Letztere begrenzen sich auf Beteiligungen an „kleinen“ Unternehmen, die eine Bilanzsumme von höchstens 18 Mio. $ aufweisen und durchschnittlich in den zwei vorangegangenen Jahren einen Gewinn nach Steuern von höchstens 6 Mio. $ erzielten. Zusätzlich haben 20 Prozent der Investitionen in „kleinere“ Unternehmen zu erfolgen, die der Definition nach neben einer Bilanzsumme von 6 Mio. $ eine Gewinngrenze von durchschnittlich 2 Mio. $ nicht überschreiten.

Maximal 20 Prozent des privat eingebrachten Kapitals, also des Der Sponsor ist am Restgewinn der KG beteiligt (Carried Interest). Nach den Gesellschaftsverträgen erhalten die Anlegerkommanditisten eine Vorabverzinsung auf ihre Einlagen (Hurdle Rate). Vom Mehrgewinn stehen dem Sponsor i.d.R. 20% zu. Mit der Gesellschaftsbeteiligung soll der Sponsor im eigenen Interesse zu einer sorgfältigen Geschäftsführung angehalten werden. Durch diese Kompensationsstruktur wird ferner dem mit der Nachrangigkeit gesteigerten Beteiligungsrisiko Rechnung getragen.

Fondskapitals abzüglich der staatlichen Darlehen, dürfen ohne vorher erfolgte Genehmigung der SBA in ein einzelnes Portfolio-Unternehmen investiert werden, eine direkte oder indirekte Kontrolle eines Portfolio-Unternehmens ist auf einen Zeithorizont von sieben Jahren begrenzt.[45] Bezüglich der Rechtsform der Portfolio-Unternehmen besteht keine Einschränkung; auch die zulässigen Investitionsformen beinhalten neben Eigenkapital auch Fremdkapitalinstrumente. Zu beachten ist jedoch, dass Investitionen in andere SBICs, in Finanz- oder Investment-Unternehmen, in Unternehmen mit weniger als 50 Prozent ihrer Vermögenswerte und Geschäftsbereiche in den Vereinigten Staaten sowie Investitionen in einen Großteil der Immobilienbranche explizit ausgeschlossen sind.

3. Investorenzulassung

In der Regel stellen neben den durch Banken gegründeten SBICs kleine Teilhaberschaften mit individuellen Partnern die Mehrzahl der durch die SBA lizenzierten Private Equity-Fonds. Es besteht keine Mindestanforderung an die Kapitaleinbringung eines einzelnen Investors. Jedoch darf kein einzelner Investor mit mehr als 70 Prozent an der SBIC beteiligt sein, zudem müssen mindestens 30 Prozent des privaten Kapitals der SBIC von drei oder mehr Investoren stammen, die in keiner Beziehung zum Management der SBIC stehen, um einen gewissen Grad an Unabhängigkeit der Investoren vom Management zu gewährleisten (vgl. Staebler (2004)).

4. Investitionsanreize

Der Aspekt der staatlichen Förderung tritt bei den US-amerikanischen SBICs nicht durch steuerliche Vergünstigungen, sondern durch die Gewährung staatlicher Darlehen auf. Das SBIC-Programm sieht hier zwei mögliche Unterstützungsformen vor:

1) Durch die Kapitalaufnahme über gewinnbeteiligte Wertpapiere (*Participating Securities*) der SBA werden insbesondere Eigenkapitalinvestitionen gefördert. Eine SBIC kann staatliches Kapital in einer Höhe von bis zu der doppelten Summe des eingebrachten privaten Kapitals aufnehmen, höchstens jedoch 113 Mio. $. Zurückzahlbar ist dieser Betrag nach einer Laufzeit von zehn Jahren. Neben jährlichen Gebühren erhält die SBA hierfür eine bevorzugte Gewinnbeteiligung von in der Regel zwischen 6 und 10 Prozent (vgl. Staebler (2004)). Die Teilnahme an diesem Programm erfordert ein Grundkapital der SBIC von mindestens 10 Mio. $. Derzeit läuft eine Überprüfung dieser Beteiligungsform der SBA an Private Equity-Fonds, da aufgrund des Niedergangs der Technologiewerte seit dem Sommer 2000 die SBA große Verluste aus ihren Beteiligungen befürchtet.

---

[45] Hier kann wiederum eine Ausnahme bei der SBA beantragt werden.

2) Eine weitere Möglichkeit der Kapitalaufnahme für eine SBIC ist eine Fremdfinanzierung über Schuldverschreibungen (*Debenture Securities*) mit einer Laufzeit von zehn Jahren und halbjährlichen Zinszahlungen, die sich der Höhe nach auf das Dreifache des privaten Kapitals, jedoch höchstens auf 113 Mio. $ beschränkt.

5. Abschließender Vergleich mit der UBG

Für eine SBIC gilt nach dem Anerkennungsverfahren eine restriktive Anlagebegrenzung. So sind die Portfolio-Unternehmen nicht nur hinsichtlich ihrer Größe, sondern auch hinsichtlich ihrer Tätigkeit begrenzt. Zudem sind Unternehmen ausgeschlossen, deren Hauptgeschäftstätigkeit nicht in den USA stattfindet, bei der UBG existiert lediglich eine geographische Investitionsbeschränkung auf europäische Zielunternehmen von mindestens 70 Prozent. Eine UBG hat bei Investments in nicht börsennotierte Unternehmen keine Beschränkungen der Bilanzsumme zu beachten. Ferner hat eine UBG im Vergleich zu einer SBIC einen engeren Spielraum, bspw. aufgrund des Verbots der Mehrheitsbeteiligungen. Die Definition der zulässigen Investitionsinstrumente bei einer SBIC ist weiter gefasst als bei einer UBG, bei der beispielsweise Gesellschafterdarlehen über eine 30-Prozent-Grenze beschränkt sind und auch weitere Fremdkapitalbeteiligungen ausgeschlossen sind. Insgesamt gesehen ist der Ansatzpunkt der staatlichen Förderung noch einmal hervorzuheben, welche in den USA über günstige staatliche Darlehen für lizenzierte SBICs die Investitionen in kleine Unternehmen verstärken soll.

C.II.1.5.2 Großbritannien

In Großbritannien existieren mehrere staatlich geförderte Beteiligungsformen, die Investitionen in kleine Unternehmen verstärken sollen. Neben Programmen wie dem *Enterprise Investment Scheme* (EIS), das auf Steuergutschriften für von Privatinvestoren getätigte Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen basiert, sind dies insbesondere die so genannten *Venture Capital Trusts* (VCTs) und die *Regional Venture Capital Funds* (RVCFs). Letztere haben als Ziel, in jeder der englischen Regionen mindestens einen kommerziellen Private Equity-Fonds zu etablieren und somit insbesondere kleine Unternehmen zu unterstützen. Da in den letzten Jahren die Investitionen in VCTs dramatisch gesunken sind, führte die britische Regierung im Jahr 2004 zur Schließung der Eigenkapitallücke ein weiteres Förderprogramm ein, die *Enterprise Capital Funds* (ECFs), deren Prinzip auf dem US-amerikanischen SBIC-Programm der Darlehensgewährung basiert (vgl. SJ Berwin (2003)).

Eingegangen werden soll im Folgenden näher auf Zulassung und Struktur von *Venture Capital Trusts*, die sich im letzten Jahrzehnt als wichtige Beteiligungsform für Privatinvestoren erwiesen haben, sowie von *Enterprise Capital Funds*, die aufgrund des alternativen

Förderansatzes in den nächsten Jahren ein interessantes Instrument für PE-Investitionen darstellen könnten.

1. Zulassung der britischen Fonds

(a) Enterprise Capital Funds

Das ECF-Programm ist im Herbst 2004 angelaufen. Derzeit findet das Anerkennungsverfahren der einzelnen Bewerber für die staatliche Förderung statt. Hier muss neben detaillierten Geschäftsplänen die geplante Struktur des jeweiligen Fonds offen gelegt werden. Dies betrifft insbesondere auch die Strukturierung der Gewinnverteilung (vgl. Abschnitt 4). Im Geschäftsplan müssen Informationen über das Management und dessen Qualifizierung, die vorgeschlagenen Investitionsstrategien sowie den Betrag des privaten Kapitals bzw. die Kapitalgeber enthalten sein. Es besteht keine Unter- oder Obergrenze für das eingebrachte Fondskapital. Die Wahl der Rechtsform eines ECF bleibt dem Bewerber überlassen, im Standardfall ist jedoch hier von der Regierung die Gründung des ECF als englische *Limited Partnership* vorgesehen. Der Fonds muss zum alleinigen Zweck der Investition als ECF in KMU für eine feste Laufzeit aufgesetzt sein, die im Regelfall zehn Jahre beträgt, und nur mit Zustimmung der Regierung um maximal zwei Jahre verlängert werden kann. Reinvestitionen realisierter Erträge sind nicht möglich.

(b) Venture Capital Trusts

Das VCT-Programm, das im April 1995 initiiert wurde, richtet sich vor allem an individuelle Investoren. VCTs sind Gesellschaften, die in ihrer Struktur Investmentfonds ähneln und sowohl an der *London Stock Exchange* notiert sind als auch bei der *UK Listing Authority* geführt werden. Bestimmungen über Mindestkapital eines VCT oder Begrenzungen der Laufzeit des Fonds existieren nicht. Zur Anerkennung als VCT muss die beantragende Gesellschaft den Nachweis einer ausreichenden Erfahrung des Managements erbringen und Details über Investitionsstrategie und Managementvergütung vorlegen. Falls die im Folgenden beschriebenen Anlagebegrenzungen bei Beantragung der Zulassung noch nicht erfüllt sind, kann unter der Voraussetzung der Erfüllung aller Kriterien in den nächsten drei Jahren eine vorläufige Anerkennung des Fonds als VCT durch die britische Finanzbehörde (*Inland Revenue*) erfolgen.

2. Anlagebegrenzung eines Fonds

(a) Enterprise Capital Funds

Bezüglich des Volumens der Erstinvestition des ECF in ein Portfolio-Unternehmen sieht der britische Gesetzgeber eine Obergrenze von 2 Mio. £ vor, um die Zielsetzung der Eigenkapitalbeschaffung für kleine Unternehmen zu erreichen. Diese Obergrenze gilt auch

für die Gesamtinvestitionssumme, falls ein ECF sich gemeinsam mit anderen Investoren an dem Zielunternehmen beteiligt. Für Folgeinvestitionen gelten zusätzliche Regelungen (vgl. Small Business Service (2004)). Die Portfolio-Unternehmen müssen der Definition der EU für KMU vom 1. Januar 2005 genügen[46] und dürfen nicht börsennotiert sein. Zudem sind bestimmte Industriebereiche sowie Finanz- und Investmentgesellschaften ausgeschlossen. Für den Standort der Portfolio-Unternehmen gibt es keine geographische Einschränkung, jedoch gilt als Voraussetzung, dass die Investition bzw. die daraus resultierende Tätigkeit des Zielunternehmens einen positiven Effekt auf die britische Wirtschaft haben muss. Eine zusätzliche Anlagegrenze für Einzelinvestitionen mit Bezug auf das gesamte Fondskapital oder die Beteiligungshöhe in den Portfolio-Unternehmen gibt es nicht. Als Investitionsinstrumente sind jedoch nur Eigenkapital und Instrumente mit Eigenkapitalkomponenten zugelassen, bei Wandelanleihen muss eine realistische Ausübungswahrscheinlichkeit bestehen.

(b) Venture Capital Trusts

Ein VCT unterliegt strengen Auflagen hinsichtlich der Auswahl der Portfolio-Unternehmen. So müssen mindestens 70 Prozent der Investmentsumme in *Qualifying Holdings* angelegt werden, wovon wiederum 30 Prozent in Aktien (*Ordinary Shares*) investiert werden müssen.

Qualifying Holdings definieren sich als neu ausgegebene Aktien, Wertpapiere oder Anleihen mit Mindestlaufzeit von fünf Jahren; die Zielunternehmen dürfen nicht börsennotiert sein, hierunter fallen laut Definition jedoch ebenfalls an einem unregulierten Markt (AIM[47] oder OFEX) gelistete Unternehmen. Die Bilanzsumme der Portfolio-Unternehmen darf vor der Investition höchstens 15 Mio. £, direkt nach der Investition höchstens 16 Mio. £ betragen. Zudem sind Anlagen in bestimmte Industriebereiche, in Finanz- und Investmentgesellschaften sowie in Unternehmen, deren Tätigkeit sich nicht hauptsächlich auf Großbritannien konzentriert, nicht erlaubt. Weitere Einschränkungen gelten für *Qualifying Holdings* hinsichtlich des Anlagevolumens, das jährlich auf maximal 1 Mio. £ pro Zielunternehmen begrenzt ist. Diese Grenze gilt ebenfalls für Folgeinvestitionen, vorausgesetzt, dass seit der letzten Investition in das jeweilige Unternehmen mindestens sechs Monate vergangen sind.

Generell für alle Anlagen eines VCT gilt die Bedingung, dass jede einzelne in ihrer Höhe 15 Prozent des investierten Kapitals nicht überschreitet. Des Weiteren darf ein als *Venture Capital Trust* zugelassener Fonds nicht mehr als 15 Prozent der erzielten Gewinne einbehalten, der übrige Teil muss an die Investoren ausgeschüttet werden.

---

46 Vgl. Empfehlung der Europäischen Kommission vom 6. Mai 2003 (Official Journal L124, 20.03.2003).

47 Alternative Investment Market.

3. Investorenzulassung

(a) Enterprise Capital Funds

In Bezug auf die Kapitalgeber gibt es keine gesetzliche Einschränkung, jedoch dürfen andere Private Equity-Fonds (mit Ausnahme von Fund-of-Funds) nicht in ECFs investieren. Auch sind neben den an späterer Stelle beschriebenen staatlichen Darlehen generell keine weiteren Kreditaufnahmen erlaubt. Hier gilt eine Ausnahme für kurzfristige Kredite zur Liquiditätssicherung. Falls das Management des ECF in seinen Entscheidungen nicht unabhängig von den Investoren ist, beziehungsweise der Fonds aktiv von den Investoren geführt wird, gilt die Einschränkung, dass kein einzelner Investor mehr als die Hälfte des privaten Kapitals des Fonds zur Verfügung stellen darf.

(b) Venture Capital Trusts

Hinsichtlich der Investoren besteht bei VCTs keine Beschränkung, jedoch zielt das Programm auf Privatinvestoren ab, denen über die VCTs die Möglichkeit gegeben werden soll, unter Reduktion des Risikos indirekt in kleine, aufstrebende Unternehmen zu investieren. Aufgrund dieser Intention existieren die unten beschriebenen Investitionsanreize nur für private Investoren; für in VCTs investierende Kapitalgesellschaften oder Investmentfonds sind keine Steuervergünstigungen vorgesehen.

4. Investitionsanreize

(a) Enterprise Capital Funds

Wie bei dem US-amerikanischen *Small Business Investment Company* (SBIC)-Programm besteht der Ansatzpunkt der staatlichen Förderung der ECFs in der Bereitstellung günstiger staatlicher Darlehen. Diese Darlehen können von einem ECF bis zu einer Höhe der doppelten Summe des privat eingebrachten Kapitals abgerufen werden, sind jedoch pro Fonds auf ein Volumen von 25 Mio. £ begrenzt. Zins- und Tilgungszahlungen werden zurückgestellt, bis der Fonds einen ausreichenden Cashflow aufzuweisen hat. In Bezug auf die Gewinnausschüttung sind genaue Vorschriften einzuhalten. Nach Zahlungsverpflichtungen wie der Management Fee sind zuerst fällige Zinszahlungen für die in Anspruch genommenen staatlichen Darlehen zu tätigen. Anschließend haben Kapitalrückzahlungen an die Investoren und den Staat zu erfolgen, wobei die Privatinvestoren in keiner Weise bevorzugt werden dürfen. Erst danach kann, gegebenenfalls unter Berücksichtigung einer Hurdle Rate, die Gewinnausschüttung nach den festgelegten Anteilen an die Initiatoren, die Investoren und entsprechend seiner Beteiligungshöhe an den Staat erfolgen. Die Einhaltung der Priorität der Zinszahlungen an die Regierung ist Voraussetzung für die Anerkennung einer Beteiligungsgesellschaft als ECF. Neben den staatlichen Darlehen bestehen keine weiteren materiellen Investitionsanreize, insbesondere keine steuerlichen Vergünstigungen. Falls wie im

Regelfall der Fonds als britische *Limited Partnership* aufgesetzt wurde, ist die Fondsstruktur steuerlich transparent hinsichtlich der Ertragsteuerbelastung.

(b) Venture Capital Trusts

Die Anreize zur Investition in VCTs bestehen in Steuervergünstigungen für individuelle Privatinvestoren, die sowohl die Einkommensteuer als auch die Kapitalertragsteuer betreffen. So sind aus diesen Investitionen resultierende Dividenden und Veräußerungsgewinne von der Einkommen- bzw. der Kapitalertragsteuer befreit. Zusätzlich kann im Erwerbsjahr eine Einkommensteuerermäßigung in Höhe von 20% des Beteiligungswertes geltend gemacht werden, maximal jedoch jährlich auf einen Anlagebetrag von 200.000 £. Voraussetzung hierfür ist eine Mindesthaltedauer der Anteile von drei Jahren. Für die Veranlagungszeiträume 2004/05 und 2005/06 wurde diese Einkommensteuergutschrift von 20% auf 40% des investierten Kapitals erhöht. Ein VCT selbst ist von der Körperschaftsteuer auf Veräußerungsgewinne befreit.

5. Abschließender Vergleich mit der UBG

Mit den *Venture Capital Trusts*, den *Enterprise Capital Funds* und den hier nicht näher erläuterten *Enterprise Investment Schemes* und *Regional Venture Capital Funds* existieren in Großbritannien vielfältige Fördervarianten im Private Equity-Bereich, die weit über die Typisierung einer Rechtsform hinausgehen. Diese britischen Programme haben jedoch das ausdrückliche Ziel der Stärkung der Investitionen in kleine Unternehmen und weisen dadurch weitgehende Einschränkungen ihrer Anlagemöglichkeiten auf, während bei den UBGs keine spezifische Begrenzung bezüglich der Größe der Zielunternehmen besteht. Auch ist die zulässige Beteiligungshöhe sowohl bei VCTs als auch bei ECFs auf das Beteiligungsvolumen ausgerichtet und, im Unterschied zu UBGs, unabhängig vom Anteil der Stimmrechte an dem jeweiligen Portfolio-Unternehmen. Die Investitionsinstrumente beschränken sich bei ECFs wie bei der UBG im Wesentlichen auf Eigenkapital, bei einem VCT ist diese Definition etwas breiter gefasst. Zudem favorisieren die steuerlichen Anreize der VCTs lediglich private Investoren; in Deutschland bestehen die Investitionsanreize nicht in einer direkten Begünstigung der Investoren, sondern indirekt über spezielle Regelungen für eine UBG. Die steuerlichen Vergünstigungen für britische Privatinvestoren sind beachtlich.

Seit der Einführung im Jahre 1995 bis Ende 2003 wurden 73 VCTs gegründet, in die insgesamt 1,6 Mrd. £ flossen (vgl. ISIS (2004)). VCTs investieren mehrheitlich nicht in VC-Bereich, wie vom Gesetzgeber vorgesehen, sondern in spätere Phasen, Buy-Outs und gelistete Unternehmen (vgl. Cumming (2003)). Mit den ECFs weist Großbritannien hinsichtlich der Investitionsförderung eine Alternative zu Steuervergünstigungen auf. Jedoch kann

an dieser Stelle keine abschließende Bewertung vorgenommen werden, da dieses Förderprogramm erst Ende 2004 gestartet wurde.

C.II.1.5.3 Frankreich

In Frankreich wurde 1983 gesetzlich die Rechtsform eines Private Equity-Fonds definiert. Investitionen über diese so genannten *Fonds Communs de Placement à Risques* (FCPR) bilden einen großen Teil des französischen Private Equity-Marktes. Neben der im Folgenden betrachteten Grundform sind spezifische Varianten des FCPR gesetzlich verankert. Hier sind besonders der seit 1997 bestehende *Fonds Commun de Placement dans l'Innovation* (FCPI), der auf Investitionen in Technologie-Unternehmen abzielt, und der *Fonds d'Investissement de Proximité* (FIP), über den seit 2003 durch steuerliche Vergünstigungen Investitionen in strukturschwache Regionen angeregt werden sollen, zu nennen.

Des Weiteren gibt es neben dem FCPR, der keine eigene Rechtspersönlichkeit darstellt, eine als Körperschaft aufgesetzte Form eines Private Equity-Fonds, die *Société de Capital Risque* (SCR), die in ihren Zulassungsvoraussetzungen und Investitionsanreizen dem weiter verbreiteten FCPR ähnelt.

Für Business Angels wurde in Frankreich ein spezieller Rechtsstatus geschaffen, die *Société Unipersonnelle d'Investissement à Risque*.

Derzeit wird an einem Vorschlag zur Einführung einer weiteren Fördermöglichkeit gearbeitet, bei der, wie bei dem US-amerikanischen SBIC-Programm, über staatliche Darlehen Investitionen in KMU verstärkt werden sollen.

1. Zulassung des französischen FCPR

Ein FCPR stellt eine eigene Rechtsform dar, die als Sondervermögen ohne eigene Rechtspersönlichkeit strukturiert ist. Hier existiert auf der einen Seite eine einfache Grundform, die keiner vorherigen Zulassung durch die französische *Commission des Opérations de Bourse* (COB) bedarf, dafür jedoch im Hinblick auf die zugelassenen Investoren eingeschränkt ist (vgl. Abschnitt 3). Die Aufsetzung eines solchen vereinfachten FCPR erfordert lediglich eine Anmeldung bei der französischen Finanzaufsichtsbehörde. Ein auf der anderen Seite nach einem Zulassungsverfahren durch die COB anerkannter FCPR unterliegt keiner Investorenbeschränkung und unterscheidet sich zusätzlich in einigen Reglementierungen von der oben erwähnten Grundform.

Gegründet wird ein FCPR durch eine geschäftsführende Gesellschaft, die mindestens zwei verantwortliche Manager aufweisen kann, welche sich durch Erfahrung im Fondsmanagement qualifizieren. Zusätzliche Zulassungsvoraussetzungen für die Managementgesellschaft bestehen in einer Mindestbeteiligung am Fondskapital und einer Struktur mit unab-

hängigem Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat. Des Weiteren muss das Management als französische Gesellschaft mit Hauptsitz in Frankreich aufgesetzt sein. Die Laufzeit eines FCPR ist zeitlich begrenzt und beträgt in der Regel zehn Jahre, das Mindestkapital bei Gründung darf 400.000 € nicht unterschreiten. Eine Börsennotierung eines FCPR ist nicht möglich. Rechtlich wird zwischen einem „juristischen FCPR“ und einem „steuerrechtlichen FCPR“ unterschieden, wobei letzterer eine Einschränkung des Erstgenannten ist, der zusätzlich strengere Auflagen hinsichtlich der Investitionsmöglichkeiten einzuhalten hat, um eine steuerbegünstigte Stellung zu erhalten (vgl. Assemblée nationale (2004)).

Ein *Fonds Commun de Placement dans l'Innovation* (FCPI) ist ein durch die COB anerkannter FCPR, der mindestens 60 Prozent des begebenen Kapitals in Technologie-Unternehmen investiert hat, und stellt damit eine spezielle Form eines juristischen FCPR dar, wie dies auch bei den regional ausgerichteten Fonds, den FIP, der Fall ist.

2. Anlagebegrenzung eines FCPR

Wichtigste, zur Anerkennung als juristischer FCPR einzuhaltende Anlagebegrenzung ist die Investitionsquote, die vorschreibt, dass mindestens 50 Prozent der Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen zu erfolgen haben. Während die französische Finanzaufsichtsbehörde keine Einschränkungen hinsichtlich der Rechtsform der Portfolio-Unternehmen vornimmt, sind die zugelassenen Investitionsinstrumente auf Eigenkapitalinstrumente und Wertpapiere mit Zugang zum Eigenkapital des Portfolio-Unternehmens begrenzt. Jedoch können bis zu 15 Prozent der Aktiva eines FCPR aus Darlehen an Unternehmen bestehen, an denen der Fonds mindestens 5 Prozent der Anteile hält (vgl. Allen & Overy (2003)). Zudem sind in die Investitionsquote Anteile einrechenbar, die indirekt über einen weiteren Investmentfonds gehalten werden, welcher in einem OECD-Staat ansässig ist und primär in nicht börsennotierte Unternehmen investiert.

Zur Anerkennung als so genannter steuerrechtlicher FCPR müssen hinsichtlich der Investitionsquote Zusatzbedingungen erfüllt sein. So müssen die in die 50 Prozent-Quote eingerechneten Unternehmen ihren Sitz in einem Mitgliedstaat des EWR haben[48] und dort steuerpflichtig bzw. vergleichbar besteuert wie ein entsprechendes Unternehmen in Frankreich sein. Zudem gilt in Bezug auf die Geschäftstätigkeit der Portfolio-Unternehmen eine Einschränkung auf industrielle, kommerzielle oder handwerkliche Tätigkeiten. Sind diese Kriterien zusätzlich zu den für juristische FCPR geltenden Anforderungen erfüllt, können die in Abschnitt 4 beschriebenen Steuervergünstigungen für Investoren zum Tragen kommen.

Ein durch die COB anerkannter FCPR muss zusätzlich weitere Bedingungen erfüllen. Er darf höchstens 10 Prozent des Fondskapitals in ein einzelnes Portfolio-Unternehmen inves-

48 Ausgeschlossen ist Liechtenstein, da hier kein spezielles Besteuerungsabkommen geschlossen ist (vgl. Sénat (2004)).

tieren und bezüglich der Beteiligungshöhe einen Betrag von 35 Prozent des Grundkapitals bzw. der Stimmrechte des Zielunternehmens nicht überschreiten.

3. Investorenzulassung

In der restriktiveren, speziell durch die COB anerkannten Variante des FCPR existieren keine Beschränkungen bezüglich der Investoren. So sind hier sowohl institutionelle Investoren als auch Privatinvestoren unabhängig von ihrer Beteiligungshöhe zugelassen. In der vereinfachten Variante des FCPR sind jedoch Privatinvestoren in ihren Investitionsmöglichkeiten eingeschränkt. Neben den Managern und Angestellten der Managementgesellschaft sind lediglich solche individuelle Investoren zugelassen, die sich mit einer Einlage von mindestens 500.000 € an dem Fonds beteiligen. Bei Erfüllung gewisser Bedingungen wie nachgewiesener Erfahrung im Private Equity-Geschäft oder technischen Unterstützung von möglichen Zielunternehmen des FCPR kann das erforderliche Mindestkapital auf 30.000 € reduziert werden. Auch Kapitalgesellschaften als Investoren unterliegen in der vereinfachten Variante des FCPR Anforderungen hinsichtlich Mindestbilanzsumme, -umsatz und -eigenkapital (vgl. AMF (2004)).

4. Investitionsanreize

Die staatliche Förderung eines FCPR besteht in einer Steuerbefreiung aller auf Fondsebene anfallenden Erträge. Falls die oben genannten Kriterien zur Anerkennung als steuerrechtlicher FCPR erfüllt sind, erfahren zudem Privatinvestoren erhebliche steuerliche Vergünstigungen. So sind unter Voraussetzung einer Beteiligung am Fonds von höchstens 25 Prozent und einer Mindesthaltedauer der Anteile von fünf Jahren die von individuellen Investoren erzielten Erträge aus Dividenden und Veräußerung von Beteiligungen steuerlich freigestellt.[49] Bedingung hierfür ist jedoch, dass während der fünfjährigen Periode der Mindesthaltedauer alle durch den FCPR vorgenommenen Ausschüttungen seitens des individuellen Investors in den Fonds reinvestiert werden. Investitionen in Technologiefonds in Form eines französischen FCPI werden zusätzlich zu den oben genannten Vergünstigungen mit einer Steuergutschrift über 25 Prozent der Investitionssumme, jedoch maximal 3000 €, unterstützt.

5. Abschließender Vergleich mit der UBG

Der hier beschriebene *Fonds Commun de Placement à Risques* (FCPR) bildet den wichtigsten von mehreren französischen Förderprogrammen für Private Equity-Investitionen. Während die UBGs im Hinblick auf die zulässigen Investitionsinstrumente relativ eingeschränkt sind, bietet sich den FCPR aufgrund der Anerkennung von Wertpapieren mit Zugang zum Eigenkapital der Portfolio-Unternehmen eine breitere Investitionsbasis. Für An-

[49] Es fallen jedoch Sozialversicherungsbeiträge auf die erzielten Gewinne an.

lagen in börsennotierte und außereuropäische Unternehmen sind jedoch für die FCPR restriktive Vorschriften festgesetzt (in der Summe maximal 50 Prozent beim steuerrechtlichen FCPR), die in etwa mit den Anlagegrenzen der UBGs vergleichbar sind (jeweils maximal 30 Prozent). Hinsichtlich der steuerlichen Anreize können deutliche Vorteile für französische Privatinvestoren aus dieser Investition festgehalten werden, die unter Einhaltung einer Mindestanlagedauer ohne Kapitalabzug von einer steuerlichen Freistellung ihrer Gewinne profitieren. Diese Steuerfreistellung gilt unter bestimmten Annahmen in Deutschland nicht nur für die UBGs, sondern für alle steuerlich transparenten Fonds. Für institutionelle Investoren in FCPR bestehen neben der Steuerbefreiung des Fonds keine weiteren Steuervergünstigungen.

C.II.2 Steuerrecht

C.II.2.1 USA

C.II.2.1.1 Grundzüge des US-amerikanischen Steuersystems

C.II.2.1.1.1 *Besteuerung von Kapitalgesellschaften*

Kapitalgesellschaften in den USA unterliegen mit ihren Einkünften der Körperschaftsteuer. Das Steuersystem in den USA ist dreistufig konzipiert. Die Körperschaftsteuer wird - wie die Einkommensteuer - auf Bundesebene (*Federal Corporate Income Tax*), auf Staatenebene (*State Corporate Income Tax*) und teilweise auch von den Gemeinden (*Local Corporate Income Tax*) erhoben. Der Körperschaftsteuertarif der Bundeskörperschaftsteuer ist progressiv ausgestaltet. Bei einem Gewinn bis 50.000 $ beträgt der Steuersatz 15%. Im Bereich zwischen 50.000 und 74.999 müssen 7500 $ plus 25% für den Gewinn, der 50.000 übersteigt, abgeführt werden, usw. (siehe Tabelle 3). Aufgrund der vielen verschiedenen Einzelregelungen bezüglich der Staaten- und Gemeindesteuer wird in dem Gutachten nur die Bundessteuer betrachtet.[50]

50 Die Körperschaftsteuersätze auf Bundesstaatenebene unterscheiden sich teilweise erheblich. Die Sätze variieren zwischen 0% und ca. 12%.

Tabelle 3: Bundeskörperschaftsteuersätze in den USA im Jahr 2004 ($)

Ab	bis	Steuerbelastung	für ein Einkommen über
0	49.999	15%	0
50.000	74.999	7.500 + 25%	50.000
75.000	99.999	13.750 + 34%	75.000
100.000	334.999	22.250 + 39%	100.000
335.000	9.999.999	113.900 + 34%	335.000
10.000.000	14.999.999	3.400.000 + 35%	10.000.000
15.000.000	18.333.332	5.150.000 + 38%	15.000.000
18.333.333		35%	0

Kapitalgewinne (Gewinne aus der Veräußerung von sog. Kapitalgütern (*Capital Assets*)) sind von den sonstigen Gewinnen zu trennen. Dabei ist zu unterscheiden, ob sog. *Long-Term Capital Gains* oder sog. *Short-Term Capital Gains* vorliegen. *Long-Term Capital Gains* sind Gewinne, die aus der Veräußerung von Kapitalgütern entstehen, die länger als ein Jahr im Besitz der veräußernden Kapitalgesellschaft waren, während die Haltedauer der veräußerten Kapitalgüter bei *Short-Term Capital Gains* weniger als ein Jahr beträgt. Anders als bei natürlichen Personen werden die Kapitalgewinne zusammen mit den anderen Gewinnen besteuert, die getrennte Erfassung ist lediglich aufgrund von Regelungen zur Verlustverrechnung erforderlich.

Das US-Steuersystem sieht auf Bundesebene eine Mindeststeuer (*Alternative Minimum Tax - AMT*) vor. Kapitalgesellschaften unterliegen dieser Steuer, soweit die Körperschaftsteuerbelastung niedriger als die Mindeststeuer ist und soweit die AMT 40.000 $ übersteigt. Die AMT beträgt für Körperschaften 20% des sog. „Mindesteinkommens“ (*Alternative Mimimum Taxable Income*). Dieses ist das Bruttoeinkommen ohne Berücksichtigung von bestimmten Steuervergünstigungen (bspw. beschleunigte Abschreibungen, steuerfreie Zinserträge, Pauschalwertberichtigungen). Ein Überschuss des Handelsbilanzgewinns über den nach steuerlichen Vorschriften ermittelten Gewinn wird zu 50% ebenfalls in die Bemessungsgrundlage einbezogen. Die AMT wird bei kleinen Kapitalgesellschaften[51] und im Jahr der Gründung einer Kapitalgesellschaft nicht erhoben (vgl. Mennel und Förster (2004), Ernst&Young (2002a)).

51 Eine Kapitalgesellschaft gilt i.S.d. AMT als klein, wenn die Bruttoumsätze der vorangegangenen drei Jahre durchschnittlich maximal 7,5 Mio. $ betrugen.

C.II.2.1.1.2 *Besteuerung von natürlichen Personen*

Das Einkommensteuersystem in den USA ist dreistufig konzipiert. Natürliche Personen unterliegen mit ihrem steuerpflichtigen Einkommen im Wesentlichen der Bundeseinkommensteuer (*Federal Income Tax*). Zusätzlich erheben die meisten Bundesstaaten bzw. Gemeinden eine bundesstaatliche (*State Income Tax*) bzw. eine lokale Einkommensteuer (*Local Income Tax*). Die *State Income Tax* variiert in Abhängigkeit des jeweiligen Bundesstaates zwischen 0% bis ca. 10%. Der Steuertarif ist entweder progressiv oder konstant. In wenigen Staaten wird sie als Zuschlagsteuer auf die Bundeseinkommensteuer erhoben. Bei der Höhe der *Local Income Tax* bestehen ebenfalls große Unterschiede zwischen den einzelnen Gemeinden, in der Regel überschreitet der lokale Steuersatz jedoch nicht 5%.[52] Die Einkommensteuer der Staaten und der Gemeinden kann von der Bemessungsgrundlage der Bundeseinkommensteuer abgezogen werden.

Die *Federal Income Tax* wird auf Bundesebene von einer Steuerbehörde - Internal Revenue Service (IRS) - erhoben, die dem US-Finanzministerium (*Department of Treasury*) unterstellt ist.

Von den steuerpflichtigen Einkünften kann ein persönlicher Freibetrag von 3.100 $ (Veranlagungszeitraum 2004) abgezogen werden (vgl. Taxaway (2004)). Der für alleinstehende Steuerpflichtige geltende Steuertarif ist in Tabelle 4 zusammengestellt. Aus dieser Zusammenstellung ist erkennbar, dass der Steuersatz von 10% auf bis zu 35% (ab einem steuerpflichtigen Einkommen von 319.100 $) ansteigt. Die Systematik ist mit der für die Körperschaftsteuer gleichzustellen. Aufgrund der vielen verschiedenen Regelungen in den Staaten und Gemeinden wird im Folgenden nur die Einkommensteuer des Bundes betrachtet.

Tabelle 4: Bundeseinkommensteuersätze für Alleinstehende in den USA im Jahr 2004 ($)

ab	bis	Steuerbelastung	für ein Einkommen über
0	7.149	10%	0
7.150	29.049	715 +15%	7.150
29.050	70.349	4.357,50+25%	29.050
70.350	146.749	17.587,50+28%	70.350
146.750	319.099	41.090+33%	146.750
319.100		35%	0

52 In einzelnen Gemeinden und Bundesstaaten wird keine Einkommensteuer erhoben. Zudem können Unterschiede in der Ermittlung der Bemessungsgrundlage bestehen.

Kapitalgewinne sind auch für die Einkommensteuer getrennt zu ermitteln, da für sie ein spezieller Steuersatz gilt: (1) Veräußerungsgewinne, die von natürlichen Personen aus dem Verkauf von Anteilen erzielt werden, deren Haltedauer nicht länger als ein Jahr betragen hat, werden zu den anderen einkommensteuerpflichtigen Einkünften hinzugezählt. Die Kapitalgewinne werden erst nach der Steuertarifsermittlung zu dem nach den allgemeinen Regeln zu versteuerndem Einkommen hinzugerechnet, so dass die Kapitalgewinne den Steuersatz für das nach den allgemeinen Regeln zu versteuernde Einkommen nicht erhöhen. Bewirkt die Addition der Kapitalgewinne zu den sonstigen Einkünften allerdings, dass die Summe insgesamt in einer höheren Tarifstufe ist, so wird der sich in der höheren Tarifstufe befindliche Teil des Kapitalgewinns mit dem höheren Steuersatz besteuert. (2) Befinden sich die Anteile länger als ein Jahr im Besitz des Anteilsinhabers, werden sie mit einer begünstigten *Capital Gains Tax Rate* besteuert, die wiederum von dem Einkommensteuertarif abhängig ist. Fallen die einkommensteuerpflichtigen Einkünfte des Investors in die Tarifklassen von 25% oder höher, unterliegen die Veräußerungsgewinne einer *Capital Gains Tax* von 15%. Werden die sonstigen Einkünfte mit einem Steuersatz unter 25% besteuert, unterliegen die Veräußerungsgewinne einer *Capital Gains Tax* von nur 5%.

Diese im *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act 2003* für die *Capital Gains Tax* eingeführten Steuersätze beziehen sich nur auf Verkäufe, die nach dem 5. Mai 2003 stattfinden. Bei Veräußerungen vor dem 6. Mai 2003 galten Steuersätze von 20% (bei einer Einkommensteuertarifstufe von 25% und darüber), bzw. 10% (bei einer Tarifstufe unter 25%). Die damalige Regelung beinhaltete auch einen begünstigten Steuersatz für sog. *Super Long-Term Capital Gains*, d.h. Gewinne aus der Veräußerung von Wirtschaftsgütern, die länger als 5 Jahre gehalten wurden, in Höhe von 18%, bzw. 8%. Der Steuersatz von 18% wurde jedoch nie angewendet, da die 5-Jahreshaltedauer nur für Wirtschaftsgüter galt, die ab dem 1.1.2001 erworben wurden, so dass der ermäßigte Steuersatz von 18% bei Erreichen der Haltedauer bereits durch den neuen Steuersatz von 15% abgelöst wurde. Für Anteile, die nach dem 5. Mai 2003 veräußert werden, gibt es keine Steuerermäßigung nach einer fünfjährigen Haltedauer (vgl. IRS (2004)).

Die Reduktion der Kapitalgewinnsteuersätze im Rahmen des *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act 2003*, der kurz- bis mittelfristig zur Erhöhung des US-amerikanischen Wachstums und zur Belebung des Arbeitsmarktes beitragen soll, erfolgt nur für einen begrenzten Zeitraum. Nach derzeitiger Gesetzgebung ist für das Jahr 2009 eine Rückkehr zu den Steuersätzen von 20% bzw. 10% vorgesehen. Auch sollen dann die Steuerermäßigungen für *Super Long-Term Capital Gains* wieder eingeführt werden.

Das US-amerikanische Körperschaftsteuersystem ist ein klassisches System mit Tarifermäßigung, d.h. neben der Körperschaftsteuer auf Ebene der Kapitalgesellschaft fällt bei Ausschüttung auf Ebene des Anteilseigners Einkommensteuer an. Bezieht eine natürliche

Person Dividenden von einer inländischen Kapitalgesellschaft, wird auf diese Dividenden der Steuersatz angewendet, der auch für Capital Gains gilt, d.h. 15% (Tarifklasse der Einkommensteuer beträgt 25% oder mehr) bzw. 5% (Tarifklasse von unter 25%).[53] Auch diese Regelung des *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act 2003* ist nur zeitlich begrenzt bis einschließlich 2008 anwendbar. Ab dem Jahr 2009 erfolgt die Besteuerung von Dividenden wieder mit dem normalen Einkommensteuersatz.

Auch natürliche Personen unterliegen der *Alternative Minimum Tax.* Hierfür wird wie bei Kapitalgesellschaften das sog. „Mindesteinkommen" (*Alternative Minimum Taxable Income*) ermittelt. Dieses unterscheidet sich von dem für die Einkommensteuer relevanten zu versteuernden Einkommen. Ausgangsgröße für die Bemessungsgrundlage der AMT ist das Bruttoeinkommen. Dieses wird erhöht um den Betrag bestimmter Steuervergünstigungen, d.h. bspw. steuerfreie Zinserträge, einige degressive Abschreibungen und Buchverluste infolge bestimmter Bewertungsmethoden. Vermindert wird die Bemessungsgrundlage um Freibeträge. Für allein stehende Steuerpflichtige beträgt der Freibetrag 40.250 $, der bei hohen Einkommen allerdings sukzessive reduziert wird (vgl. Mennel und Förster (2004)). Andere Steuerabzüge, wie beispielsweise der Abzug der Staaten- und Gemeindeeinkommensteuern sowie ausländischer Steuern, dürfen die AMT-Bemessungsgrundlage nicht mindern. Falls die AMT-Belastung höher als die Einkommensteuerbelastung ist, muss der Differenzbetrag zusätzlich abgeführt werden (vgl. Ernst&Young (2002a)). Die *Alternative Minimum Tax* (AMT) beträgt für ein Einkommen bis 175.000 $ 26%. Alle Beträge, die über diese Grenze hinausgehen, werden mit einer AMT von 28% belastet. Auch Kapitalgewinne unterliegen der AMT. Für diese ist allerdings ein niedrigerer Steuersatz von 20% anzuwenden.

C.II.2.1.1.3 *Verlustverrechnung*

Natürliche Personen können gewöhnliche Verluste,[54] die während eines Geschäftsjahres anfallen, zwei Jahre zurück und zwanzig Jahre vortragen (vgl. European Tax Handbook (2004)). Erzielt ein privater Investor aus der Veräußerung seiner Anteile oder sonstigen Kapitalvorgängen Verluste (*Capital Losses*), kann er diese bis zu einem Betrag von 3.000 $ mit seinem positiven gewöhnlichen Einkommen desselben Veranlagungszeitraums verrechnen. Übersteigen die Verluste den Betrag von 3.000 $, können sie unbegrenzt vorgetragen werden, jedoch bis maximal 3.000 $ pro Jahr (vgl. Reimer (2001)). Liegen „passive" Verluste vor, beispielsweise aus Einkünften aus Vermietung und Verpachtung, können

---

53 Der Steuersatz für Capital Gains kann für Dividenden nur angewendet werden, wenn der Anteilseigner die Anteile mehr als 60 Tage innerhalb von 120 Tagen gehalten hat, wobei die 120-Tage-Frist 60 Tage vor der Ausschüttung beginnt.

54 Gewöhnliche Verluste sind alle Verluste mit Ausnahme von Kapitalverlusten.

diese nur mit „passiven“ Gewinnen verrechnet werden. Dividendeneinkünfte fallen nicht unter die „passiven“ Einkünfte.

Körperschaften können gewöhnliche Verluste ebenfalls zwei Jahre zurück und zwanzig Jahre vortragen. Anders als natürliche Personen können bei Kapitalgesellschaften Kapitalverluste drei Jahre zurück und fünf Jahre vorgetragen werden. *Capital Losses* werden außerdem in *Long-Term* und *Short-Term Capital Losses* unterteilt (Haltedauer von mehr als einem Jahr bzw. ein Jahr oder weniger). *Short-Term Capital Losses* können nur mit *Short-Term Capital Gains* und *Long-Term Capital Losses* nur mit *Long-Term Capital Gains* verrechnet werden.

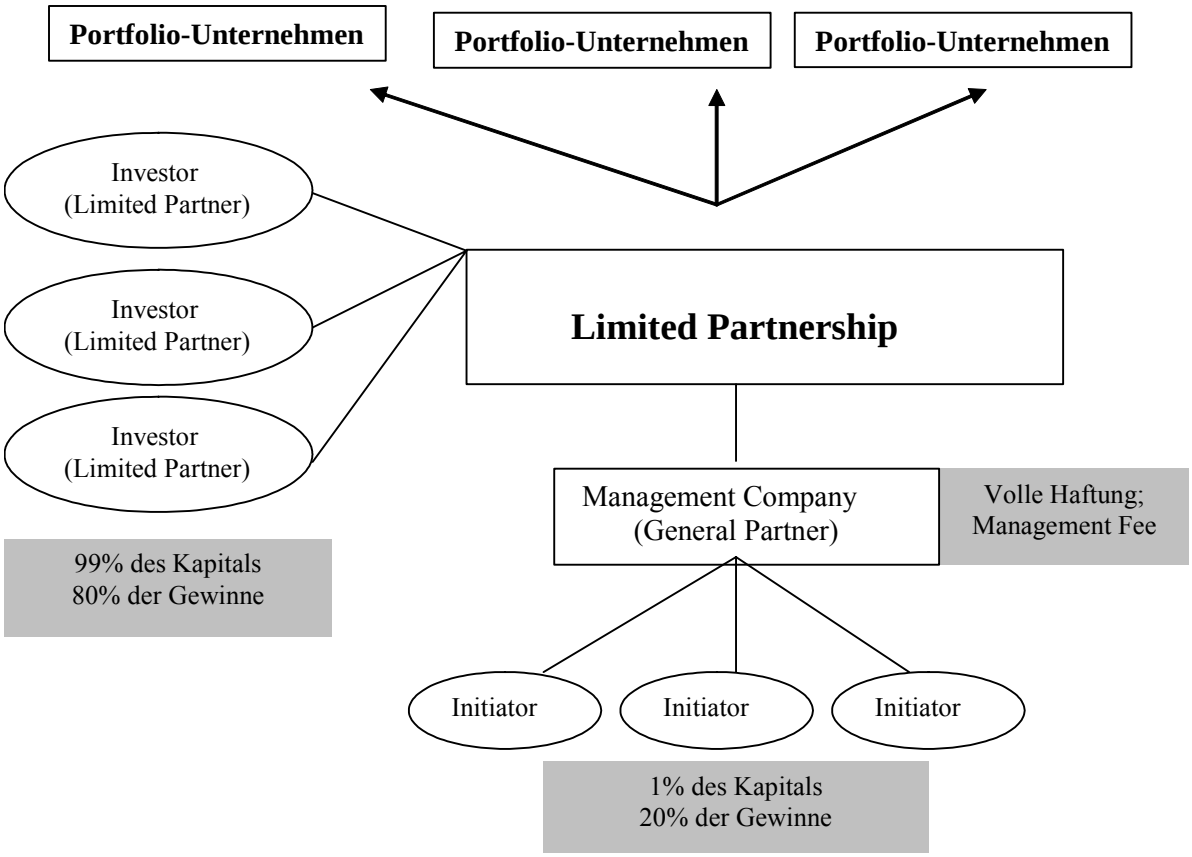
Werden innerhalb von drei Jahren mehr als 50% der Anteile an einer Kapitalgesellschaft übertragen, wird der Verlustabzug auf einen bestimmten Prozentsatz des Unternehmenswertes beschränkt. Der Prozentsatz wird regelmäßig vom Internal Revenue Service veröffentlicht. Ändert sich zusätzlich der Unternehmenszweck oder ein wesentlicher Teil der Aktiva, entfällt der Verlustabzug in vollem Umfang (vgl. Zschiegner (2002)).

C.II.2.1.2 Struktur des typischen PE-Fonds in den USA

Ein typischer PE-Fonds wird in den USA als *Limited Partnership* (LP) geführt. Bei der LP haften nur die Gesellschafter unbeschränkt, die auch für die Geschäftsführung verantwortlich sind (sog. *General Partner*). *General Partner* ist bei einem US-amerikanischen PE-Fonds i.d.R. eine Management Company, d.h. eine Kapitalgesellschaft, an der die Initiatoren beteiligt sind. Die beschränkt haftenden Gesellschafter (*Limited Partners*) einer *Limited Partnership* haften nur bis zu den von ihnen geleisteten Einlagen. Die *Limited Partners* (bei einem Fonds sind dies die Investoren) sind von der Geschäftsführung ausgeschlossen. Sie haben allerdings das Recht, die persönlich haftenden Gesellschafter zu beraten. Sollte ein *Limited Partner* jedoch tatsächlich an der Geschäftsführung teilhaben, haftet er während dieser Zeit ebenfalls mit seinem gesamten Vermögen. Die LP ist also mit der deutschen Kommanditgesellschaft (KG) vergleichbar.

Die 1958 eingeführte *Small Business Investment Company* (SBIC) als eine staatlich geförderte private Unternehmensform wurde detailliert in Kapitel C.II.1.5.1 beschrieben.

Abbildung 2: Grundmodell eines US-amerikanischen Private Equity-Fonds



C.II.2.1.3 Besteuerung

C.II.2.1.3.1 *Fondsgesellschaft*

Die Fondsgesellschaft ist als Limited Partnership nicht selbständig steuerpflichtig. Sie wird als transparente Einheit betrachtet, die Besteuerung erfolgt auf Ebene ihrer Anteilseigner.

C.II.2.1.3.2 *Investoren*

C.II.2.1.3.2.1 *Besteuerung der Veräußerungsgewinne*

(a) Natürliche Personen

Da der Fonds als transparente Einheit angesehen wird, erfolgt eine Besteuerung auf Ebene der Anteilseigner. Werden Beteiligungen an den Portfolio-Unternehmen veräußert und damit Gewinne erzielt, unterliegen diese auf Ebene der Investoren der Einkommensteuer. Wurden die Beteiligungen ein Jahr oder kürzer gehalten, werden die Gewinne mit den an-

deren einkommensteuerpflichtigen Einkünften versteuert und unterliegen dem normalen Steuersatz, der auf Bundesebene 10% - 35% beträgt. Beträgt die Haltedauer mehr als ein Jahr, wird der für *Long-Term Capital Gains* gültige begünstigte Steuersatz in Höhe von 5% bzw. 15% angewendet.[55]

(b) Kapitalgesellschaften

Sind Körperschaften als Investoren an einem PE-Fonds beteiligt, unterliegen die Gewinne aus der Veräußerung von Portfolio-Unternehmen zusammen mit den übrigen Einkünften nach den allgemeinen Regeln der Körperschaftsteuer. Die Körperschaftsteuer auf die Veräußerungsgewinne liegt auf Bundesebene zwischen 15% und 35%.[56]

C.II.2.1.3.2.2 *Gesellschafterfremdfinanzierung*

Die Abzugsfähigkeit von Zinsen für Gesellschafterdarlehen wird in den USA eingeschränkt, wenn das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital einer US-Kapitalgesellschaft mehr als 1:1,5 beträgt, der Zinsaufwand der Gesellschaft die Hälfte des steuerpflichtigen Einkommens übersteigt und die Zinsen an nahe stehende Personen gezahlt werden, die nicht der US-Besteuerung unterliegen. Eine Person wird als nahe stehend angesehen, wenn sie zu mindestens 50% an der Gesellschaft beteiligt ist. Die übersteigenden Zinsen sind nicht abzugsfähig. Der nichtabziehbare Zinsaufwand an Nahestehende kann jedoch in die nachfolgenden Wirtschaftsjahre vorgetragen werden. Auf Ebene des Anteilseigners werden die Zinszahlungen in Dividenden umqualifiziert und als solche (bis zum Jahre 2009 mit einem reduzierten Steuersatz) besteuert (vgl. Mennel und Förster (2004), Nuernberger und Pelzer (2003)).

C.II.2.1.3.3 *Initiatoren*

Die von den Initiatoren des Fonds erzielten erhöhten Gewinnbeteiligungen in Form des Carried Interest unterliegen wie gewöhnliche Kapitalgewinne der *Capital Gains Tax*. Somit ist auch bei der Vereinnahmung von Carried Interest auf die Unterscheidung zwischen *Short-Term*- und *Long-Term*-Beteiligungen zu achten. Ist eine Beteiligung als *Short-Term*-Beteiligung zu klassifizieren, wird sie mit dem vollen Einkommensteuersatz versteuert. Üblicherweise werden die Beteiligungen, aus denen der Carried Interest erwirtschaftet wird, jedoch länger als ein Jahr gehalten, so dass sie als *Long-Term Capital Gain* eingestuft werden. Diese unterliegen - wie in Kapitel C.II.2.1.1.2 erläutert - einer ermäßigten Besteuerung.

---

55 Siehe hierzu Kapitel C.II.2.1.1.2.

56 Siehe hierzu Kapitel C.II.2.1.1.1.

C.II.2.1.3.4 *Managementgesellschaft*

Die Managementgesellschaft ist den meisten Fällen aufgrund ihrer Funktion als *General Partner* eine Körperschaft und wird auch als solche besteuert. Die von der Management Company vereinnahmte Management Fee unterliegt in den USA keiner Umsatzsteuer.

C.II.2.1.4 Steuerlicher Vergleich zwischen Deutschland und den USA

Vergleicht man die US-amerikanische Besteuerung von Veräußerungsgewinnen mit der deutschen Besteuerungspraxis, fällt auf, dass das US-Steuerrecht natürlichen Personen keine Steuerfreiheit gewährt. Allerdings gilt für die Veräußerungsgewinne eines US-Investors nach einer Behaltefrist von einem Jahr bzw. fünf Jahren eine Steuersatzermäßigung. (Einkommensteuerpflichtige) deutsche Investoren unterliegen nur dann nicht der Einkommensteuer, wenn die Beteiligungen dem Privatvermögen zugerechnet werden, die Haltedauer von einem Jahr überschritten ist und die durchgerechnete Beteiligungsquote an dem Portfolio-Unternehmen weniger als 1% beträgt. Davon kann allerdings in der Mehrheit der Fälle ausgegangen werden. Ist eine dieser Bedingungen nicht erfüllt, unterliegen die Veräußerungsgewinne im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens zur Hälfte der Einkommensteuer.[57] In den USA liegt die Steuerbelastung bei 10% - 35% („kurzfristige Veräußerungsgewinne“) bzw. bei 5% oder 15% („langfristige Veräußerungsgewinne“). Die Steuerbelastung in Deutschland reicht von 0% bis 22,16% (50% · 44,31%, bei Berücksichtigung des Spitzensteuersatz von 2005 und des Solidaritätszuschlags). Für einen genauen Vergleich, welche Steuerbelastung höher ist, müssen die individuellen Verhältnisse betrachtet werden. Eine allgemeine Vorteilhaftigkeitsaussage ist nicht möglich. Unter der Annahme, dass die Haltedauer länger als ein Jahr war und der Investor hohe Einkünfte hat, liegt der Steuersatz in den USA beispielsweise bei 15%. Aufgrund der Steuern auf der Ebene der Staaten und Gemeinden ist die Gesamtsteuerbelastung allerdings höher. In Deutschland fällt keine Einkommensteuer an, wenn die Beteiligung im Privatvermögen gehalten wird und durchgerechnet weniger als 1% beträgt. Ist die Beteiligungsquote dagegen höher als 1%, unterliegen die Gewinne einem Steuersatz von 22,16%.[58]

Veräußerungsgewinne, die eine in Deutschland ansässige Kapitalgesellschaft bei der Veräußerung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft erzielt, bleiben de facto zu 95% außer Ansatz. Da in den USA Kapitalgesellschaften Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft nach den allgemeinen Regeln zu versteuern haben,

---

57 Befinden sich die Anteile im Betriebsvermögen, unterliegt der Veräußerungsgewinn zusätzlich zur Hälfte der Gewerbesteuer.

58 Wird die Beteiligung im Betriebsvermögen gehalten, sind die Veräußerungsgewinne generell steuerpflichtig, zusätzlich ist die Gewerbesteuerbelastung (abgeschwächt durch die Steuerermäßigung nach § 35 EStG) zu beachten.

fällt die Besteuerung bei der Veräußerung von Anteilen an den Portfolio-Unternehmenn in Deutschland generell niedriger aus.

In den USA wird die Abzugsfähigkeit von Zinsen für Gesellschafterdarlehen eingeschränkt. Die Beschränkung kommt zur Anwendung, wenn das Darlehen von einem Gesellschafter gewährt wird, der zu mindestens 50% an der Gesellschaft beteiligt ist, die Zinsen an nahe stehende Personen gezahlt werden, die nicht der US-Besteuerung unterliegen, das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital mehr als 1,5:1 beträgt und der Zinsaufwand der Gesellschaft mehr als die Hälfte des steuerpflichtigen Einkommens beträgt. Der persönliche Anwendungsbereich der Vorschrift ist somit kleiner als in Deutschland. Ein Vergleich des sachlichen Anwendungsbereichs zeigt, dass in den USA mehr Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit die Vorschrift zur Anwendung kommt. Bei einer Festzinsvereinbarung reicht es in Deutschland beispielsweise aus, dass das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital mehr als 1,5:1 beträgt. Die Möglichkeit der deutschen Vorschrift, einen Gegenbeweis durch Drittvergleich zu erbringen, kann die Anwendung der Vorschrift nur selten verhindern, da er sehr schwer zu führen ist. Ist das Verhältnis dagegen in den USA überschritten, so sind zwei weitere Voraussetzungen zu erfüllen, damit die Abzugsfähigkeit der Zinsen eingeschränkt wird. Wird eine gewinn- oder umsatzabhängige Vergütung gewährt, so ist in Deutschland die Umqualifizierung der Zinsen in Dividenden unabhängig von einem bestimmten Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital vorgeschrieben. Die Rechtsfolge der Vorschrift unterscheidet sich nur dahingehend, dass der Zinsaufwand in den USA zwar nicht abzugsfähig ist, aber in die folgenden Wirtschaftsjahre vorgetragen werden kann. Auf Ebene des Anteilseigners wird eine Umqualifizierung der Zinsen in Dividenden vorgenommen. In Deutschland erfolgt eine Behandlung als verdeckte Gewinnausschüttung.

Bei der Carried Interest-Besteuerung ist eine unterschiedliche Klassifizierung des Carried Interest festzustellen. In Deutschland wird für die erhöhten Gewinnanteile in Form des Carried Interest eine hälftige Steuerbefreiung gewährt (§ 18 Abs. 1 Nr. 4 i.V.m. § 3 Nr. 40a EStG). Demgegenüber wird in den USA der Carried Interest wie gewöhnliche Kapitalgewinne behandelt und damit nach den allgemein gültigen Regeln der Besteuerung unterworfen. Ein Vergleich der Steuerbelastungen zeigt, dass bei hohen Einkommensteuersätzen, von denen bei den Initiatoren auszugehen ist, die US-amerikanische Besteuerungspraxis (nach einer Haltedauer der Anteile von über einem Jahr) etwas vorteilhafter ist, da bis einschließlich 2008 der Höchststeuersatz 15% beträgt, während in Deutschland mit einer Steuerbelastung von 22,16% (Spitzensteuersatz in Höhe von 42%, hälftige Steuerbefreiung, Einbezug des Solidaritätszuschlags, ohne Kirchensteuer) zu rechnen ist.[59]

---

59 Nach der für 2009 vorgesehenen Rückkehr zu den alten Steuersätzen in den USA wird sich die Höhe der Besteuerung in Deutschland und den USA annähern. Der Höchststeuersatz für *Long-Term Capital Gains* beträgt dann 20%, bei ei-

Die deutsche Verlustverrechnung sieht für natürliche Personen und Kapitalgesellschaften einen zeitlich unbegrenzten, der Höhe nach begrenzten Verlustvortrag vor. Der Verlustrücktrag ist auf ein Jahr und 511.500 € begrenzt. Im Vergleich zu dem in den USA möglichen unbegrenzten Verlustvortrag und dem zweijährigen, der Höhe nach unbegrenzten Verlustrücktrag stellt die deutsche Verlustverrechnung einen deutlichen Nachteil dar (vgl. BDI (2004)).

Bei der Verrechnung von Kapitalverlusten stellt der in den USA für Kapitalgesellschaften mögliche dreijährige Verlustrücktrag und der fünfjährige Verlustvortrag einen klaren Vorteil gegenüber einer deutschen Kapitalgesellschaft dar, die keine Möglichkeit zur Verrechnung von Veräußerungsverlusten besitzt. Zu beachten ist jedoch, dass die Nichtberücksichtigung von Veräußerungsverlusten sich aus der Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen ergibt.

Die amerikanische Begrenzung des Verlustabzugs bei einem Eigentümerwechsel ist für den Steuerpflichtigen nachteiliger als die deutsche Regelung, da der Verlustabzug bereits anteilig begrenzt wird, wenn mehr als 50% der Anteile übertragen werden. In Deutschland entfällt der Verlustabzug erst dann, wenn zusätzlich überwiegend neues Betriebsvermögen zugeführt wird. Ähnlich der deutschen Regelung entfällt der Verlustabzug, wenn zusätzlich zur Anteilsübertragung eine Änderung des Unternehmenszwecks vorgenommen wird bzw. ein wesentlicher Teil der Aktiva ausgetauscht wird.

Die US-amerikanische Besteuerungspraxis sieht bei Veräußerungsverlusten natürlicher Personen einen zeitlich unbegrenzten Verlustvortrag bis zu einem Betrag von 3.000 $ pro Jahr vor. Erzielt eine natürliche Person in Deutschland dagegen Veräußerungsverluste aus ihren Beteiligungen, können die Verluste nur dann berücksichtigt werden, wenn aus der gleichen Beteiligung entstehende Gewinne steuerpflichtig wären. Bei Beteiligungen des Privatvermögens, die über ein Jahr gehalten werden und bei denen die durchgerechnete Beteiligungsquote unter 1% liegt, scheidet mangels Steuerbarkeit des Veräußerungsvorgangs die Verrechnung von Veräußerungsverlusten aus.[60]

---

ner Haltedauer von über 5 Jahren gelten 18%. Im Vergleich zur deutschen Besteuerung von 22,16% werden die Steuersatzdifferenzen somit geringer. Ferner fällt in den USA noch die Steuerbelastung auf der lokalen Ebene und der Ebene der einzelnen Bundesstaaten an.

60 Ist der Veräußerungsvorgang steuerbar, sind allerdings die Einschränkungen bei der Verrechnung von Veräußerungsverlusten nach § 17 Abs. 2 Satz 4 sowie § 23 Abs. 3 Sätze 8-9 EStG zu beachten.

C.II.2.2 Großbritannien

C.II.2.2.1 Grundzüge des britischen Steuersystems

C.II.2.2.1.1 *Besteuerung von Kapitalgesellschaften*

In Großbritannien ansässige Kapitalgesellschaften unterliegen der Körperschaftsteuer (*Corporation Tax*). Eine Gewerbesteuer gibt es in Großbritannien nicht.

Der Körperschaftsteuertarif verläuft progressiv: Bei einem Gewinn von bis 10.000 £ ist der Gewinn von der Körperschaftsteuer befreit. Um einen kontinuierlichen Anstieg des Durchschnittssteuersatzes zwischen den Tarifstufen zu gewährleisten, wird in dem Bereich von 10.001 £ bis 50.000 £ ein Steuersatz von 23,25% auf den Betrag, der 10.000 £ übersteigt, angewendet. Beträgt der Gewinn 50.001 £ bis 300.000 £, ist ein Steuersatz von 19% anzuwenden. Zwischen 300.001 £ bis 1.500.000 £ wird wieder für einen kontinuierlichen Durchschnittssteuersatzanstieg zwischen den Tarifstufen eine Grenzberichtigung (*Marginal Relief*) durchgeführt. Der Steuersatz beträgt deshalb in diesem Bereich für die ersten 300.000 £ 19%, für den übersteigenden Gewinn wird ein Grenzsteuersatz von 32,75% angewendet. Für Gewinne ab 1.500.001 £ gilt der Regelsteuersatz in Höhe von 30% (Inland Revenue (2004)).

Tabelle 5: Körperschaftsteuersätze in Großbritannien im Jahr 2004

	körperschaftsteuerpflichtiger Gewinn	Steuersatz
1. Tarifstufe Grenzberichtigung	bis 10.000 £ 10.001 £ - 50.000 £	0% 23,25%
2. Tarifstufe Grenzberichtigung	50.001 £ - 300.000 £ 300.001 £ - 1.500.000 £	19% 32,75%
Regelsteuersatz	ab 1.500.001 £	30%

Veräußerungsgewinne, die eine Kapitalgesellschaft erzielt, werden grundsätzlich wie laufende Gewinne mit Körperschaftsteuer belastet. Gewinne aus der Veräußerung einer wesentlichen Beteiligung an einer anderen Kapitalgesellschaft werden allerdings von der Besteuerung freigestellt. Eine wesentliche Beteiligung liegt vor, wenn die veräußernde Kapitalgesellschaft während zwölf Monate, beginnend maximal zwei Jahre vor dem Verkauf, zu mindestens 10% der Anteile, der Gewinnausschüttungen und der zu verteilenden Wirtschaftsgüter im Falle einer Liquidation an der veräußerten Gesellschaft beteiligt war (vgl. Ernst&Young (2002) und Mückl (2003)).

Bei Ausschüttung einer britischen Kapitalgesellschaft an eine andere britische Kapitalgesellschaft werden die Dividenden von der Körperschaftsteuer befreit.

C.II.2.2.1.2 *Besteuerung von natürlichen Personen*

Natürliche Personen, die in Großbritannien unbeschränkt steuerpflichtig sind, unterliegen der Einkommensteuer (*Income Tax*) und der Kapitalgewinnsteuer (*Capital Gains Tax*), vgl. Mückl (2003).

Der Einkommensteuertarif wird durch den *Finance Act* jährlich neu festgelegt und ist in drei Stufen unterteilt. Im Veranlagungszeitraum 2004/2005 (vgl. Finance Act (2004/2005)) beträgt der Eingangssteuersatz für ein Einkommen bis 2.020 £ 10% (*Starting Rate*). Für ein Einkommen zwischen 2.021 £ und 31.400 £ wird ein Einkommensteuersatz von 22% angewendet (*Basic Rate*), ab einem Einkommen von 31.400 £ sind es 40% (*Higher Rate*). Vor Anwendung des Einkommensteuertarifs kann jedoch jeder Steuerpflichtige vom Gesamteinkommen (*Total Income*) einen vom Alter abhängigen persönlichen Freibetrag (*Allowance*) abziehen, der zwischen 4.745 £ und 6.950 £ liegt (Inland Revenue (2004)).

Das britische Körperschaftsteuersystem ist ein Teilanrechnungssystem. Bei Ausschüttung der Gewinne an eine natürliche Person erhält der Gesellschafter neben der Bardividende eine Steuergutschrift (*Tax Credit*) in Höhe von 1/9 der Dividende. Diese Steuergutschrift wird auf die Einkommensteuer angerechnet. Die Steuergutschrift erhöht die steuerpflichtigen Einkünfte. Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass für Dividenden ein spezieller Steuersatz gilt: Bei niedrigen Einkünften beträgt er 10%, bei höheren Einkünften 32,5% (vgl. Tabelle 6). Unterliegt die Gewinnausschüttungen auf Ebene der natürlichen Person dem Steuersatz von 10%, fallen auf Ebene des Anteilseigners keine Steuern an, sodass die durch die Körperschaftsteuerpflicht auf Ebene der Kapitalgesellschaft und die Einkommensteuerpflicht auf Ebene des Anteilseigners entstehende Doppelbelastung vollständig vermieden wird: Bei einer Dividende von 90 beläuft sich der Anrechnungsanspruch des Anteilseigners auf 10 (= 1/9 der Dividende). Die steuerpflichtigen Einkünfte von 100 lösen eine Steuerschuld von 10 aus, die durch den Anrechnungsanspruch vollständig neutralisiert wird. Gilt der höhere Steuersatz von 32,5%, entsteht eine Einkommensteuer von 22,5% (= 32,5% - 10,0%).

Die von einem Steuerpflichtigen realisierten Einkünfte aus Veräußerungsgewinnen unterliegen der britischen Kapitalgewinnsteuer. Von den Kapitalgewinnen ist ein Steuerfreibetrag von 8.200 £ abzuziehen. Die darüber hinausgehenden Kapitalgewinne werden zu versteuernden Einkommen addiert, um die Stufe (*Starting*, *Basic* oder *Higher Rate*) für ihre Besteuerung festzulegen. Die jeweiligen Steuersätze werden ebenfalls im jährlichen *Finance Act* festgelegt. Im Veranlagungszeitraum 2004/2005 betragen diese 10%, 20% und 40% (vgl. Inland Revenue (2004)).

Von den zu versteuernden *Capital Gains* kann ein sog. *Taper Relief* abgezogen werden. Ein *Taper Relief* bezeichnet die Reduktion des sonst steuerpflichtigen Kapitalgewinns in

Abhängigkeit von einer bestimmten Haltefrist. Bei sog. *Business Assets* (dazu gehören neben Wirtschaftsgütern, die ein Einzelunternehmer oder Personengesellschafter im Rahmen seiner gewerblichen Tätigkeit verwendet, u.a. auch Anteile an Kapitalgesellschaften) reduziert sich die steuerliche Bemessungsgrundlage der *Capital Gains* nach einer Haltefrist von einem Jahr um 50 Prozent. Nach zwei Jahren wird die maximale Erleichterung von einer 75%-igen Reduktion der Bemessungsgrundlage gewährt. Bei sog. *Non-Business Assets* (d.h. Wirtschaftsgüter, die nicht als *Business Assets* qualifiziert sind) kann innerhalb der ersten zwei Jahre kein *Taper Relief* geltend gemacht werden, danach reduziert sich die steuerliche Bemessungsgrundlage pro Jahr um 5 Prozent, insgesamt allerdings maximal (nach 10 Jahren und mehr) um 40 Prozent (vgl. Inland Revenue (2004)).

Tabelle 6: Einkommen- und Kapitalgewinnsteuersätze in Großbritannien im Jahr 2004

	steuerpflichtiges Einkommen	Steuersatz		
		„normales" Einkommen	Dividenden	Veräußerungs-gewinne
1. Tarifstufe (Starting Rate)	bis 2.020 £	10%	10%	10%
2. Tarifstufe (Basic Rate)	von 2.021 £ bis 31.400 £	22%	10%	20%
3. Tarifstufe (Higher Rate)	ab 31.400 £	40%	32,5%	40%

C.II.2.2.1.3 *Verlustverrechnung*

Gewerbliche Verluste können mit Gewinnen aus anderen Einkunftsquellen im gleichen und im vorangegangenen Veranlagungsjahr verrechnet werden. Des Weiteren können sie unbegrenzt vorgetragen werden, eine Verrechnung ist aber nur mit Gewinnen aus der gleichen Tätigkeit möglich. Für Anlaufverluste der ersten vier Jahre einer Unternehmenstätigkeit besteht eine Sonderregelung. Sie können drei Jahre zurückgetragen und mit Gewinnen aus anderen Einkunftsquellen verrechnet werden (vgl. Mückl (2003)).

Kapitalverluste (*Capital Losses*) können unbegrenzt vorgetragen werden, um in zukünftigen Veranlagungszeiträumen mit Kapitalgewinnen (*Capital Gains*) verrechnet zu werden. Der Verlustabzug erfolgt vor Anwendung des *Taper Relief* (vgl. Mückl (2003)).

Eine Verrechnung von Verlusten aus verschiedenen Einkunftsquellen (*Schedules*) ist teilweise möglich. So können auf Antrag gewerbliche Verluste mit Veräußerungsgewinnen verrechnet werden, um so die Bemessungsgrundlage für die *Capital Gains Tax* zu mindern.

Bei wesentlichen Veränderungen der Eigentumsverhältnisse einer Kapitalgesellschaft wird der Verlustabzug eingeschränkt, wenn sich zusätzlich die Art des Gewerbes verändert oder wenn die gewerbliche Tätigkeit nach dem Eigentümerwechsel wieder aufgenommen wurde (vgl. European Tax Handbook (2004)).

C.II.2.2.2 Struktur des typischen PE-Fonds in Großbritannien

Ein typischer britischer PE-Fonds nutzt die Rechtsform einer *Limited Partnership* (LP). Die Fondsstruktur stimmt weitgehend mit der des US-amerikanischen Basismodells (vgl. Abbildung 2) überein. Nach Ansicht von SJ Berwin (2004) und (2004a) kann es jedoch sinnvoll sein, die Managementgesellschaft in der Rechtsform einer *Limited Liability Partnership* (LLP) zu führen. Dabei spielen u.a. haftungs- und steuerrechtliche Gründe eine Rolle. Die LLP wird durch den *Limited Liability Partnerships Act 2000* als juristische Person mit unbeschränkter Geschäftsfähigkeit definiert. Steuerlich wird die LLP allerdings wie eine Personengesellschaft behandelt. Dies beinhaltet im Wesentlichen die transparente Besteuerung der Gesellschaft, d.h. die Besteuerung der Gewinne auf Ebene der Gesellschafter. Eine LLP muss mindestens zwei Gesellschafter haben. Da die LLP zivilrechtlich als juristische Person angesehen wird, haftet die Gesellschaft selbst für ihre Verbindlichkeiten. Auf Grund der somit gewährten Haftungsbeschränkung ihrer Gesellschafter (Initiatoren) ist eine LLP als *General Partner* der Fondsgesellschaft (LP) deutlich besser geeignet als eine LP, deren Gesellschafter unbeschränkt für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften. Allerdings ist bei Liquidation einer LLP eine Nachschusspflicht der Gesellschafter in Höhe eines zuvor vereinbarten Betrages gesetzlich vorgeschrieben. Sollte die Anzahl der Gesellschafter unter zwei fallen, haftet der verbleibende Gesellschafter persönlich für entstehende Verbindlichkeiten. Alle Gesellschafter der LLP sind geschäftsführungsberechtigt, sofern der Gesellschaftsvertrag keine Sonderregelungen vorsieht (vgl. Güthoff (2004)).

C.II.2.2.3 Besteuerung

C.II.2.2.3.1 *Fondsgesellschaft*

Die Fondsgesellschaft ist als Limited Partnership nicht selbständig steuerpflichtig. Sie wird als transparente Einheit betrachtet, die Besteuerung erfolgt auf Ebene ihrer Anteilseigner.

C.II.2.2.3.2 *Investoren*

C.II.2.2.3.2.1 *Besteuerung der Veräußerungsgewinne*

(a) Natürliche Personen

Für die Ermittlung der für die *Capital Gains Tax* (CGT) relevanten steuerpflichtigen Einkünfte ist eine strikte Differenzierung der von einem PE-Fonds erhaltenen Einkünfte erforderlich. Dividenden sind von den Veräußerungsgewinnen zu trennen, da sie nicht der *Capital Gains Tax*, sondern der Einkommensteuer unterliegen. Für Veräußerungsgewinne kann ein Freibetrag in Höhe von 8.200 £ geltend gemacht werden. Zudem ist von den zu ver-

steuernden Kapitalgewinnen in Abhängigkeit von der Haltedauer der Anteile ein *Taper Relief* abzuziehen.

Eine Sonderregelung besteht für Investitionen natürlicher Personen in *Venture Capital Trusts* (vgl. Kapitel C.II.1.5.2): Für durch inländische Privatinvestoren getätigte Investitionen in VCTs bestehen steuerliche Anreize, indem die Vereinnahmung von Dividenden und Veräußerungsgewinnen steuerbefreit wird. Zudem bekommen Privatinvestoren beim Erwerb von VCT-Anteilen eine Einkommensteuererleichterung in Höhe von 20 (im Zeitraum 2004-2006 sogar 40) Prozent des Beteiligungswertes, wenn sie diese Anteile über drei Jahre halten. Werden die Anteile früher verkauft, muss der Investor die entsprechende Summe zurückzahlen. Die Höhe des jährlichen Anlagebetrags, innerhalb dessen steuerliche Erleichterungen möglich sind, hat sich im Jahre 2004 von 100.000 £ auf 200.000 £ erhöht.

(b) Kapitalgesellschaften

Investieren Kapitalgesellschaften in Private Equity-Fonds, unterliegen sie mit den erzielten Gewinnen der Körperschaftsteuer. Entstehen Gewinne aus der Veräußerung wesentlicher Beteiligungen (mindestens 10 Prozent), existiert eine Steuerbefreiung.

Für institutionelle Investoren eines Venture Capital Trust existieren keine steuerlichen Vergünstigungen.

C.II.2.2.3.2.2 *Gesellschafterfremdfinanzierung*

Zinsen für Darlehen können als Dividenden besteuert werden, wenn ein Gesellschafter zu mindestens 75% an einer Gesellschaft beteiligt ist und dieser Darlehen gewährt. Liegt der Betrag der gezahlten Zinsen über dem Betrag, der zwischen nicht verbundenen Gesellschaften unter Berücksichtigung des Fremdvergleichs gezahlt worden wäre, wird der übersteigende Zinsbetrag als Dividenden besteuert. Es gibt keine gesetzliche Regelung, die ein bestimmtes Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital vorschreibt. Ein Verhältnis von 1:1 zwischen Eigen- und Fremdkapital wird von der Finanzverwaltung jedoch anerkannt (vgl. European Tax Handbook (2004)).

C.II.2.2.3.3 *Initiatoren*

Bis 2003 unterlag der Carried Interest lediglich der *Capital Gains Tax*, wie es in den *1987 Guidelines* festgelegt wurde (BVCA (1987)). Der *Finance Act 2003* führte bestimmte Neuregelungen ein, die vor allem die im Rahmen eines Angestelltenverhältnisses ausgegebenen Wertpapiere (*Employment-Related Securities*) und die damit verbundenen sog. be-

schränkten Wertpapiere (*Restricted Securities*[61]) betreffen. Nach diesen Gesetzesänderungen wurden Leistungen, die Angestellte in Form solcher Wertpapiere erhalten, einkommensteuer- und sozialversicherungspflichtig. Diese Regelungen führten unter anderem auch zu einer unbeschränkten Einkommensteuerpflicht für den Carried Interest, denn der Erwerb der Beteiligung am Fonds durch die Initiatoren wurde als ein Erwerb solcher vom Angestelltenverhältnis abhängiger Wertpapiere angesehen. Als ein Erwerb solcher Wertpapiere wurde des Weiteren auch die Beteiligung des Fonds an Portfolio-Unternehmen angesehen, an denen die Initiatoren indirekt beteiligt sind.

Die Besteuerung des Carried Interest mit *Capital Gains Tax* führt, insbesondere unter Berücksichtigung des *Taper Relief*, zu einer wesentlich geringeren Steuerbelastung als die Besteuerung mit Einkommensteuer. Außerdem sind bei einer Veranlagung zur Einkommensteuer zusätzliche Abgaben zur staatlichen Sozialversicherung erforderlich, was bei einer Besteuerung mit CGT nicht der Fall ist. Aus diesem Grund einigten sich die BVCA (British Venture Capital Association) und die *Inland Revenue* im Juli 2003 auf ein *Memorandum of Understanding* (MOU). Darin werden Bedingungen definiert, unter welchen der Carried Interest der CGT unterliegt. So wird in Abschnitt 7 des MOU ein PE-Fonds in Form einer LP beschrieben, der nach Übersteigen einer Hurdle Rate (von in der Regel 8-10%) den Initiatoren einen erhöhten Gewinnanteil (Carried Interest) von 20% zuweist. Die Management Fee, welche an den *General Partner* gezahlt wird, beträgt 1,5-2,5% des Gewinns. Wenn eine solche Fondsstruktur vorliegt und einige weitere Bedingungen erfüllt sind, fällt der Carried Interest unter die CGT.

Entspricht die Fondsstruktur nicht dem MOU-Modell, unterliegt der Carried Interest der Einkommensteuer. In diesem Fall besteht jedoch die Möglichkeit der Wahl einer alternativen Besteuerung. Nutzt ein Initiator diese Möglichkeit, zahlt dieser vorab beim Erwerb der Wertpapiere Einkommensteuer[62] und erwirbt dadurch das Recht auf eine geringere Folgebesteuerung, da später nur die (grundsätzlich geringere) *Capital Gains Tax* anfällt. Falls die alternative Besteuerung nicht gewählt wird, ist beim Erwerb der Wertpapiere keine Steuer, bei der Realisierung des Erlöses ist Einkommensteuer zu entrichten. Die Nutzung der Wahlmöglichkeit führt nicht selten zu einer deutlich geringeren Gesamtsteuerbelastung, obwohl die Steuerbelastung zunächst wesentlich höher ist. Eine Einkommensteuerbefreiung des Carried Interest ist auch für die Managementgesellschaft vorteilhaft, da sie für die angestellten Initiatoren keine Sozialversicherungsabgaben zu leisten hat.

---

61 Bei der „Beschränkung" kann es sich bspw. um bestimmte Einschränkungen bzgl. des Verkaufs dieser Anteile handeln.

62 Bei der alternativen Besteuerung zahlt der Initiator beim Erwerb vorab eine Einkommensteuer auf den „unbeschränkten" Wert (*Unrestricted Value*) der Wertpapiere. Der unbeschränkte Wert liegt über dem beschränkten Wert der Wertpapiere, da Beschränkungen, wie bspw. eine Mindesthaltedauer oder eine Personengebundenheit, den Marktwert der Wertpapiere senken. Da der unbeschränkte Marktwert höher ist, zahlt dieser Initiator auch mehr Einkommensteuer beim Erwerb der Wertpapiere als ein Initiator, der die Möglichkeit der alternativen Besteuerung nicht wählt und lediglich auf den beschränkten Wert Einkommensteuer zahlen muss.

Einige Sachverhalte in Bezug auf die tatsächliche Besteuerungspraxis des Carried Interest bleiben noch immer ungeklärt und müssen in der Zukunft durch die *Inland Revenue* klargestellt werden. So ist bspw. der dem MOU-Modell entsprechende PE-Fonds weitgehend auf Management-Buy-Outs ausgelegt. Bei einem Fonds, der nicht dieser typischen Buy-Out-Struktur entspricht, bleiben die Unsicherheiten hinsichtlich der Besteuerung des Carried Interest bestehen. Selbst wenn der PE-Fonds dem MOU-Modell weitgehend entspricht, ist die *Inland Revenue* nicht dazu verpflichtet, die günstigere Kapitalgewinnbesteuerung zu gestatten. So besagt bspw. Abschnitt 1.6 des Memorandums, dass Gesellschaften, die ausschließlich zur Vermeidung der Einkommensteuer die im MOU-Modell vorgegebene Struktur angenommen haben, nicht automatisch von der Einkommensteuer befreit sind. Hier bedarf es einer individuellen Zustimmung durch die *Inland Revenue*.

C.II.2.2.3.4 *Managementgesellschaft*

Die vom Fonds zu zahlende Management Fee wird aufgrund der steuerlichen Transparenz der LLP (wie im Grundmodell dargestellt) direkt an die Gesellschafter der Gesellschaft weitergeleitet und nach deren persönlichen Merkmalen besteuert. Wäre die Managementgesellschaft entgegen dem Grundmodell als Kapitalgesellschaft konstituiert, so würde der Gewinn der Gesellschaft zunächst auf der Gesellschaftsebene besteuert, bevor er bei Ausschüttung an die Gesellschafter nach dem Teilanrechnungssystem der Einkommensteuer unterliegen würde. In Fondsstrukturen über eine LP fällt in der Regel auf die Management Fee keine Umsatzsteuer an, denn die Management-LLP und die Fonds-LP bilden eine Umsatzsteuergruppe (vgl. EVCA (2004a)).

C.II.2.2.4 Steuerlicher Vergleich zwischen Deutschland und Großbritannien

Im Gegensatz zur deutschen Besteuerung sind im britischen System Gewinne aus der Veräußerung von im Privatvermögen gehaltenen Beteiligungen generell steuerpflichtig. In Deutschland unterliegen Veräußerungsgewinne nur dann der Einkommensteuer, wenn der Steuerpflichtige die Beteiligungen kürzer als ein Jahr hält oder sein durchgerechneter Anteil am Portfolio-Unternehmen mindestens ein Prozent beträgt. Liegt in Deutschland eine Steuerpflicht vor, unterliegen jedoch die Veräußerungsgewinne im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens nur zur Hälfte der Besteuerung. In Großbritannien erhält eine natürliche Person nach einer bestimmten Haltedauer eine Steuererleichterung in Form einer Reduktion der Bemessungsgrundlage. Der Abschlag kann auf bis zu 75% ansteigen. Zudem sind 8.200 £ der Veräußerungsgewinne steuerbefreit.

Veräußerungsgewinne, die von einer natürlichen Person in einem Betriebsvermögen gehalten werden, sind in Deutschland generell steuerpflichtig und werden nach den Grundsätzen des Halbeinkünfteverfahrens zur Hälfte besteuert. Zusätzlich ist die Gewerbesteuer zu entrichten. Das britische Steuersystem hingegen gewährt (nach Überschreiten des Freibetrags

von 8.200 £ bei den sog. *Business Assets*) nach einer Haltedauer von zwei Jahren eine maximale Reduktion der Bemessungsgrundlage von 75 Prozent. Eine Gewerbesteuer wird in Großbritannien nicht erhoben.

Eine in Deutschland ansässige natürliche Person, die ihre Anteile im Privatvermögen hält, ist bei der Erzielung von Veräußerungsgewinnen bei Einhaltung der Mindesthaltedauer von einem Jahr und bei Unterschreiten der Beteiligungshöhe von einem Prozent gegenüber dem britischen Investor steuerlich also im Vorteil. Werden die Anteile von einer natürlichen Person in einem Betriebsvermögen gehalten, unterliegt ein solcher Investor in Großbritannien jedoch auf Grund des großzügigen *Taper Relief* einer wesentlich geringeren Besteuerung als ein deutscher Investor.

Vergleicht man die Besteuerung einer deutschen mit der einer britischen Kapitalgesellschaft, wird deutlich, dass eine Kapitalgesellschaft in Deutschland bei der Erzielung von Veräußerungsgewinnen wesentlich günstigeren Rahmenbedingungen unterliegt. Eine Steuerfreistellung wird in Großbritannien nur dann gewährt, wenn es sich bei der Veräußerung um wesentliche Beteiligungen (mindestens zehn Prozent) handelt (vgl. Mückl (2003)). Sollte also eine britische Kapitalgesellschaft Veräußerungsgewinne aus Beteiligungen erzielen, die nicht als wesentlich einzustufen sind, sind diese mit den anderen laufenden Einkünften der Gesellschaft körperschaftsteuerpflichtig (vgl. Mückl (2003)).

In Großbritannien wird eine Umqualifizierung von Zinsen in Dividenden bei wesentlichen Beteiligungen vorgenommen, wenn die Vergütung für das vom Gesellschafter gewährte Fremdkapital zwischen fremden Dritten nicht vereinbart worden wäre. Eine wesentliche Beteiligung liegt in Großbritannien erst bei 75% vor, wohingegen in Deutschland bereits eine Beteiligung von 25% als wesentlich angesehen wird. Der persönliche Anwendungsbereich der britischen Vorschrift ist somit kleiner. Da in Großbritannien allgemein auf den Fremdvergleich abgestellt wird und keine gesetzliche Vorschrift genau definiert, wann eine übermäßige Fremdfinanzierung vorliegt, existiert kein safe haven, wie dies in Deutschland der Fall ist. Die britische Finanzverwaltung erkennt ein Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital von 1:1 zwar in der Regel an, dieses Verhältnis ist für den Steuerpflichtigen jedoch ungünstiger als das deutsche Verhältnis von 1,5:1. Die fehlende gesetzliche Definition in Großbritannien kann für den Steuerpflichtigen Vorteile haben, da eine Einzelfallprüfung vorgenommen werden muss, sie kann aber auch nachteilig sein, da sie zu einer gewissen Unsicherheit führt und darüber hinaus das Verhältnis von 1:1 auf eine enge Auslegung hindeutet.

Die Carried Interest-Besteuerung unterscheidet sich in Deutschland und Großbritannien deutlich. So ist der von deutschen Initiatoren erzielte Carried Interest seit Einführung des § 18 Abs. 1 Nr. 4 i.V.m. § 3 Nr. 40a EStG nur zur Hälfte steuerpflichtig, während britische Initiatoren entweder unter die Einkommensteuer oder unter die Kapitalgewinnsteuer fallen.

Für britische Initiatoren ist es wesentlich günstiger, wenn der Carried Interest der Kapitalgewinnsteuer unterliegt, da dadurch i.d.R. erstens durch den *Taper Relief* eine deutlich niedrigere Steuerbelastung anfällt und zweitens keine Abgaben zur staatlichen Sozialversicherung geleistet werden müssen. Diverse Beratungsunternehmen haben Konzepte erarbeitet, mit deren Hilfe die Struktur des PE-Fonds dem MOU-Modell entsprechend gestaltet wird und damit die Kapitalgewinnsteuerpflicht des Carried Interest gegeben ist sowie der maximale Abzug des *Taper Relief* erreicht werden kann (vgl. SJ Berwin (2004a), PricewaterhouseCoopers (2004a)). Ist eine solche Gestaltung erfolgreich, unterliegen britische Portfolio-Manager, die die vorgeschriebenen Haltezeiten zur Nutzung des *Taper Relief* einhalten, einer insgesamt deutlich niedrigeren Steuerlast als Portfolio-Manager eines deutschen PE-Fonds, denn die britische Steuerbelastung beträgt maximal 10% (steuerpflichtiger Anteil des Carried Interest nach Abzug des *Taper Relief* = 25%, Spitzensteuersatz = 40%), während ein deutscher Initiator einer Steuerbelastung von 22,16% unterliegt (steuerpflichtiger Anteil des Carried Interest = 50%, Spitzensteuersatz = 44,31% im Jahr 2005, mit Einbezug des Solidaritätszuschlags, ohne Kirchensteuer). Zudem sind für britische Initiatoren die ersten 8.200 £ der Kapitalgewinne steuerfrei. Wird der Carried Interest jedoch als einkommensteuerpflichtig eingestuft, so sind deutsche Portfolio-Manager im Vorteil.

In Großbritannien herrscht gewisse Unsicherheit aufgrund jüngster Änderungen der Rahmenbedingungen. Einige Sachverhalte bezüglich der tatsächlichen Besteuerungspraxis der Funktionsträger eines PE-Fonds sind nicht eindeutig und bedürfen einer weiteren Klärung.

Der Vergleich der Regelungen zum Verlustabzug zeigt, dass für britische Unternehmen wesentlich bessere Bedingungen gelten. Für deutsche Unternehmen gelten sowohl beim Verlustrücktrag als auch beim Verlustvortrag wesentlich weiter reichende Beschränkungen als für Unternehmen in Großbritannien.

C.II.2.3 Niederlande

C.II.2.3.1 Grundzüge des niederländischen Steuersystems

C.II.2.3.1.1 *Besteuerung von Kapitalgesellschaften*

Unter die Körperschaftsteuer fallen in den Niederlanden hauptsächlich Kapitalgesellschaften der Unternehmensformen *besloten vennootschap* (BV) und *naamloze vennootschap* (NV). Es gilt ein zweistufiger Tarif, der für Gewinne unter 22.689 € einen Steuersatz von 29% und für darüber liegende Gewinne einen Steuersatz von 34,5% vorsieht. Diese im europäischen Vergleich relativ hohen Steuersätze sollen bis zum Jahr 2007 auf 25% als Eingangssteuersatz und 30% für höhere Gewinne gesenkt werden.

Ein wichtiges Merkmal des niederländischen Steuersystems ist das Schachtelprivileg (niederl.: *Deelnemingsvrijstelling;* engl.: *Participation Exemption*), wonach bei Kapitalgesellschaften Veräußerungsgewinne und Dividenden aus wesentlichen Beteiligungen von der Körperschaftsteuer befreit sind. Bei den Voraussetzungen für das Schachtelprivileg ist zwischen inländischen und ausländischen Portfolio-Unternehmen zu unterscheiden (vgl. Hofland und Jakobsen (2001)):

- Bezüglich inländischer und in der EU ansässiger Portfolio-Unternehmen stellt eine Beteiligung von mindestens 5 Prozent eine hinreichende Bedingung für eine Steuerbefreiung dar. Auch im Falle von Beteiligungen, die ihrem Volumen nach unter dieser Grenze liegen, kann das Schachtelprivileg geltend gemacht werden, sofern die Beteiligung für begünstigte Geschäftszwecke oder aus Gründen des Gemeinwohls gehalten wird (vgl. European Tax Handbook (2004)).

- Bei außerhalb der EU ansässigen Portfolio-Unternehmen dürfen für eine Steuerbefreiung die Anteile nicht als Portfolio-Investition gehalten werden, auch wenn die Beteiligung über der 5 Prozent-Grenze liegt. Zusätzlich ist sicherzustellen, dass die Gewinne des Portfolio-Unternehmens im jeweiligen Sitzland zu versteuern sind (vgl. European Tax Handbook (2004)).

Sind die Voraussetzungen des Schachtelprivilegs erfüllt, entfällt bei Inlandsbeteiligungen auch die Dividendenabschlagsteuer (niederl.: *Dividendbelasting*; engl.: *dividend withholding tax*), die normalerweise in Höhe von 25% bei der Ausschüttung von Dividenden einbehalten wird. Erfolgt eine Dividendenzahlung einer niederländischen Kapitalgesellschaft an eine ausländische Mutterkapitalgesellschaft, so ist unter gewissen Voraussetzungen ebenfalls eine Befreiung von der Dividendenabschlagsteuer vorgesehen. Nach der EG-Mutter-Tochter-Richtlinie ist eine Befreiung auch dann gegeben, falls die betroffene Muttergesellschaft ihren Sitz in einem anderen Mitgliedstaat der EU hat, dort steuerpflichtig ist und eine bestimmte Mindestbeteiligungsquote überschritten ist.[63] Mit einigen Ländern ist eine Absenkung des zur Steuerbefreiung notwendigen Beteiligungsvolumens auf 10 Prozent vereinbart, so bspw. auch mit Deutschland (vgl. European Tax Handbook (2004)). Ist eine Befreiung von der Abschlagsteuer auf Dividenden für ausländische Investoren nicht vorgesehen, kommt in den meisten Fällen aufgrund von Doppelbesteuerungsabkommen ein niedrigerer Tarif von in der Regel 15% zur Anwendung.

C.II.2.3.1.2 *Besteuerung von natürlichen Personen*

Das niederländische Einkommensteuersystem wurde vor drei Jahren grundlegend reformiert und basiert auf dem so genannten Box-System, nach welchem sich das erzielte Ein-

63 Die Mindestbeteiligungsquote wurde von zunächst 25% auf aktuell 20% gesenkt. Ab dem Jahr 2007 erfolgt eine Senkung auf 15%, ab dem Jahre 2009 auf 10%.

kommen in Einkünfte aus Arbeit und Wohneigentum (Box 1), Einkünfte aus wesentlichen Beteiligungen (Box 2) und Einkünfte aus Spar- und Anlageaktivitäten (Box 3) unterteilt.

In Box 1 gilt ein progressiver Tarif, dessen Sätze (unter Beachtung von Freibeträgen), die aus Steuer und Sozialversicherungsabgaben bestehen, in Tabelle 7 abgebildet sind.

Tabelle 7: Besteuerung in Box 1 in den Niederlanden (Stand: 1. Januar 2004).

zu versteuerndes Einkommen (in €)	*Steuersatz*	*davon Sozialabgaben*
bis 16.264	33,40%	32,40%
16.265 – 29.542	40,35%	32,40%
29.543 – 50.652	42,00%	0%
über 50.652	52,00%	0%

Für Steuerzahler, die 65 Jahre oder älter sind, existieren niedrigere Raten, da diese die Beiträge zur Altersversicherung nicht mehr zu leisten haben.

Bei Einkommen aus Kapitalanlagen entscheidet die sog. Wesentlichkeit der Beteiligung über den anzuwendenden Steuersatz. Für Einkünfte aus wesentlichen Beteiligungen (mindestens 5 Prozent des ausgegebenen Nennkapitals einer Gesellschaft) kommt in Box 2 ein konstanter Steuersatz von 25% zur Anwendung. In dieser Einkunftsart sind keine speziellen Freibeträge vorgesehen. Bei Dividendenerträgen kann die auf Gesellschaftsebene einbehaltene Dividendenabschlagsteuer angerechnet werden.

Bei sonstigen Kapitalanlagen und Sparguthaben wird im Rahmen von Box 3 angenommen, dass der Durchschnittswert des Nettovermögens jährlich einen Ertrag von 4% erwirtschaftet, auf den unabhängig von den tatsächlichen Erträgen eine Steuer von 30% anfällt. Die Besteuerung der Kapitalanlagen entspricht also in ihrer wirtschaftlichen Auswirkung einer Vermögensteuer von 1,2% des Vermögensbestands. Bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage können Verbindlichkeiten abgezogen werden, soweit sie 2.700 € übersteigen. Falls bei einer Gewinnausschüttung die Dividendenabschlagsteuer einbehalten wurde, kann diese in Box 3 mit der sich ergebenden Einkommensteuer verrechnet werden. Zudem sind unter anderem direkte oder indirekte Investitionen in Start-Up-Unternehmen bis zu einer Höhe von 51.390 € pro Jahr steuerlich freigestellt. Unter diese Freibetragsregelung fallen auch Investitionen in bestimmte Venture Capital-Fonds (vgl. EVCA (2004a)). Bei der Bestimmung der tatsächlich anfallenden Steuer kann in Box 3 ein allgemeiner Vermögensfreibetrag in Höhe von 19.252 € zuzüglich eventueller Kinder- und Alterszuschläge geltend gemacht werden.

C.II.2.3.1.3 *Verlustverrechnung*

Auf Ebene natürlicher Personen muss bei der Verlustverrechnung nach den einzelnen Einkunftsarten differenziert werden. Generell ist zwischen den einzelnen Einkunftsarten (Boxen) keine Verrechnung möglich. In Box 1 können Verluste drei Jahre zurückgetragen und bis zu acht Jahre vorgetragen werden. Verluste aus einer gewerblichen Tätigkeit können unbegrenzt vorgetragen werden, um mit zukünftigen gewerblichen Gewinnen verrechnet zu werden. Veräußerungsverluste aus wesentlichen Beteiligungen (Box 2) können mit Gewinnen derselben Einkunftsart verrechnet werden. Falls in Box 2 in der Summe Verluste entstanden sind, werden diese zu 25% von der Steuerschuld auf Einkünfte aus Box 1 abgezogen. Darüber hinausgehende Verluste können unbeschränkt vorgetragen werden. Da in Box 3 ein pauschal ermittelter Sollertrag besteuert wird, werden keine Verluste erfasst. Eine Verlustverrechnung ist somit systematisch nicht vorgesehen.

Kapitalgesellschaften können Verluste in die drei vorangegangenen Jahre zurücktragen und unbegrenzt vortragen. Findet allerdings ein Eigentümerwechsel oder eine Betriebsaufgabe statt, so werden die Verlustverrechnungsmöglichkeiten beschränkt. Besteht die Tätigkeit einer Gesellschaft zu 90% aus dem Halten von Beteiligungen, können Verluste nur mit Gewinnen aus derselben Tätigkeit verrechnet werden. Des Weiteren sind ausländische Verluste nicht abzugsfähig. Die Verlustverrechnungsregelungen gelten grundsätzlich auch für Veräußerungsverluste. Liegt allerdings eine wesentliche Beteiligung vor, die unter das Schachtelprivileg fällt, so sind daraus entstehende Veräußerungsverluste nicht abzugsfähig (vgl. European Tax Handbook (2004)).

C.II.2.3.2 Struktur des typischen PE-Fonds in den Niederlanden

Traditionell werden Private Equity-Fonds in den Niederlanden in Form einer *besloten vennootschap* (BV) aufgesetzt, die mit der deutschen GmbH vergleichbar ist. Die Gesellschafter haften lediglich beschränkt. Eine BV gilt nicht als steuerlich transparente Einheit, vielmehr ist die BV selbst körperschaftsteuerpflichtig.

Eine alternative Fonds-Struktur kann über die Form einer *commanditaire vennootschap* (CV) erreicht werden, die der deutschen Kommanditgesellschaft entspricht. Eine CV ist eine Teilhaberschaft mit beschränkter Gesellschafterhaftung. Sie wird steuerlich als transparent behandelt, da sie keine juristische Person darstellt. Aufgrund der steuerlichen Transparenz fallen auf Ebene des Fonds auf die erzielten Gewinne keine Steuern an. Hierzu müssen jedoch unter anderem Vorschriften bei der Aufnahme neuer Partner und der Änderung der zur Verfügung gestellten Kapitalanteile beachtet werden.

Die nachfolgende Betrachtung der Besteuerung eines Private Equity-Fonds geht auf die Steuerpflicht der verschiedenen Akteure ein und unterscheidet jeweils zwischen Fondsgesellschaften in den Rechtsformen BV und CV.

C.II.2.3.3 Besteuerung

C.II.2.3.3.1 *Fondsgesellschaft*

Bei einer als CV geführten Fondsgesellschaft werden aufgrund der steuerlichen Transparenz auf Fondsebene generell keine Ertragsteuern erhoben. Wurde die Fondsgesellschaft in der Rechtsform einer BV gegründet, unterliegt der Fonds als Kapitalgesellschaft der Körperschaftsteuer. Liegen allerdings wesentliche Beteiligungen an den Portfolio-Unternehmen vor, die unter das Schachtelprivileg fallen, sind Veräußerungsgewinne und Dividendenzahlungen von der Körperschaftsteuer befreit.

CV-Fonds gelten nicht als juristische Person und sind deshalb nicht abkommensberechtigt. Bei Investitionen in ausländische Portfolio-Unternehmen kann dadurch bei Veräußerung im ausländischen Staat eine Steuer anfallen. Um dies zu vermeiden, erfolgen solche Investitionen in der Regel über eine eigene niederländische BV, die in die Portfolio-Unternehmen investiert und deren Erträge durch Doppelbesteuerungsabkommen und das niederländische Schachtelprivileg begünstigt sind, was bedeutet, dass auf Ebene der zwischengeschalteten BV keine Steuern zu zahlen sind (vgl. van Campen und Mitchell (2003)).

C.II.2.3.3.2 *Investoren*

C.II.2.3.3.2.1 *Besteuerung der Veräußerungsgewinne*

(a) Natürliche Personen

Falls die von natürlichen Personen getätigten Investitionen nicht die Wesentlichkeitsgrenze von 5 Prozent des begebenen Kapitals überschreiten, fallen die aus Anteilen an einem Private Equity-Fonds resultierenden Gewinne bei der Bestimmung der persönlichen Einkommensteuer unter die Einkünfte aus Kapitalanlagen (Box 3) und werden unabhängig von den tatsächlich realisierten Erträgen mit einer Steuer in Höhe von p.a. 1,2% des durchschnittlich eingesetzten Kapitals abzüglich bestehender Verbindlichkeiten[64] belegt. Wenn in einer BV-Struktur auf Ebene des Fonds beziehungsweise in einer CV-Struktur auf Ebene der Portfolio-Unternehmen Abschlagsteuer auf ausgeschüttete Dividenden einbehalten wurde, kann diese mit der sich aus Box 3 ergebenden Einkommensteuer verrechnet werden.

Im Falle einer Beteiligung von mindestens 5% des begebenen Kapitals werden Dividenden und Veräußerungsgewinne mit einer Steuer von 25% belegt (Box 2). Bei Dividenden entspricht diese Steuer der bereits einbehaltenen Abschlagsteuer.

---

64 Hypothekenschulden sowie Steuerschulden können allerdings nicht abgezogen werden.

(b) Kapitalgesellschaften

Für in Private Equity-Fonds investierende Kapitalgesellschaften gilt grundsätzlich eine Steuerpflicht auf Gesellschaftsebene für die aus Beteiligungen resultierenden Gewinne. Sind allerdings die Voraussetzungen für das Schachtelprivileg erfüllt, so sind diese Gewinne von der Körperschaftsteuer befreit.

C.II.2.3.3.2.2 *Gesellschafterfremdfinanzierung*

Der Abzug von Zinszahlungen ist in den Niederlanden begrenzt, wenn einem Konzernmitglied oder verbundenem Unternehmen, das sich übermäßig aus Fremdkapital finanziert, Darlehen gewährt werden. Als Konzernmitglied wird eine Gesellschaft angesehen, die Teil einer wirtschaftlichen Einheit ist, in der juristische Personen organisatorisch verbunden sind. Ein verbundenes Unternehmen ist eine Gesellschaft, an der der Steuerpflichtige zu mindestens einem Drittel beteiligt ist. Eine übermäßige Fremdfinanzierung ist dann gegeben, wenn das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital über 3:1 liegt und der übersteigende Betrag über 500.000 € beträgt. Die Zinsen auf die übermäßige Fremdfinanzierung sind nicht abzugsfähig (European Tax Handbook (2004) und Sunderman (2004)).

C.II.2.3.3.3 *Initiatoren*

Die Initiatoren (d.h. die Fondsmanager) unterliegen in den Niederlanden mit dem Carried Interest den Einkünften aus wesentlichen Beteiligungen (Box 2) oder den Einkünften aus Spar- und Anlageaktivitäten (Box 3).[65] Ist ein Initiator zu weniger als 5 Prozent an einem Fonds beteiligt, so unterliegt er der Besteuerung nach Box 3, d.h. der Wert der Anteile, auf die der Carried Interest gezahlt wird, unterliegt der Steuer von 1,2% des investierten Nettovermögens. Voraussetzung ist, dass der Initiator direkt am Fonds beteiligt ist. Beträgt die Beteiligung mindestens 5 Prozent, so kommt die Besteuerung nach Box 2 zur Anwendung, d.h. der Carried Interest unterliegt einer Einkommensteuer in Höhe von 25%.

Zur Vermeidung der höheren Besteuerung nach Box 2 besteht bei Initiatoren, die zu mindestens 5 Prozent an einem Fonds beteiligt sind, die Möglichkeit, die Anteile am Fonds über eine Holdinggesellschaft zu halten. Erfolgt die Zahlung des Carried Interest an die Holdinggesellschaft, fällt bei Erfüllung der Voraussetzungen für die Anwendung des Schachtelprivilegs keine Steuer an. Diese Gewinne können unversteuert reinvestiert werden. Erst bei Ausschüttung der Gewinne durch die Holdinggesellschaft an ihren Gesellschafter, d.h. den Initiator, unterliegen diese der Besteuerung nach Box 2. Dadurch kann

---

65 Voraussetzung für eine Besteuerung nach Box 2 oder 3 ist, dass die Investoren eine angemessene Hurdle Rate erhalten und der vom jeweiligen Initiator investierte Betrag die Mindestinvestitionssumme erreicht und keiner Haftungsbeschränkung unterliegt (vgl. de Lignie und Feyten (2002)).

die Steuerzahlung auf einen späteren Zeitpunkt verschoben werden. Der Vorteil besteht also in einem Stundungseffekt (vgl. de Lignie und Feyten (2002)).

In der Regel sollte jedoch eine Besteuerung in Box 3 zu erreichen sein, da der Anteil der Initiatoren im Standardfall ein Prozent des Fondsvolumens nicht überschreitet. Hier gilt prinzipiell, dass nicht der investierte Betrag, sondern der Marktwert der Beteiligung die Bemessungsgrundlage für die (jährliche) Besteuerung in Box 3 bildet. Nach aktueller Rechtsprechung bestimmt sich dieser Marktwert über die zu erwartenden Erträge, also über den Wert der dem Fonds zugrunde liegenden Investitionen. Der tatsächlich der Steuer unterliegende Wert kann jedoch verringert werden, falls Bad Leaver-Absprachen oder andere Vereinbarungen bestehen, aufgrund derer in bestimmten Situationen der Initiator gezwungen sein könnte, seine Anteile unter Marktwert zu verkaufen. Dies ist gegebenenfalls durch den einzelnen Initiator dem Finanzamt gegenüber nachzuweisen. Theoretisch ist es möglich, eine Reduktion der Bemessungsgrundlage bis auf den tatsächlich investierten Betrag zu erreichen. Falls nach Ansicht des Finanzamtes die Bewertung der Carried Interest-Anteile nicht marktangemessen ist, wird ein durch die Fondsbeteiligung entstandener „Vorteil“ des Initiators konstatiert, was eine Besteuerung des Differenzbetrages zum eigentlichen Marktwert als Erwerbseinkünfte (Box 1) zur Folge hat.

Zusammenfassend ist es für den einzelnen Initiator erstrebenswert, eine Besteuerung in Box 3 zu erreichen, da hier zwar jährlich unabhängig von dem tatsächlichen Gewinn auf den Marktwert der Carried Interest-Anteile eine Steuer in Höhe von 1,2% zu zahlen ist, sich aber in der Summe i.d.R. eine relativ günstige Besteuerung ergibt.

C.II.2.3.3.4 *Managementgesellschaft*

Nach aktueller niederländischer Gesetzgebung unterliegt die an die Managementgesellschaft zu zahlende Management Fee in der Regel nicht der Umsatzsteuer (vgl. EVCA (2004a)). Ein eventueller Gewinn der Gesellschaft ist entsprechend der gewählten Rechtsform auf Unternehmensebene (BV) oder auf Ebene der Gesellschafter (CV) zu besteuern. An die einzelnen Fonds-Manager als Angestellte der Managementgesellschaft gezahlte jährliche Gehälter unterliegen der Einkommensteuer nach Box 1 mit den dort geltenden Steuersätzen zwischen 33,40 und 52%.

C.II.2.3.4 Steuerlicher Vergleich zwischen den Niederlanden und Deutschland

Aufgrund des Schachtelprivilegs besteht für niederländische Kapitalgesellschaften eine Steuerfreistellung für Veräußerungsgewinne, die vergleichbar mit der deutschen 95%-igen Steuerbefreiung (§ 8b KStG) ist. Diese Freistellung ist in den Niederlanden jedoch auf wesentliche Beteiligungen (mindestens 5 Prozent) beziehungsweise auf Erträge aus Beteiligungen, die für begünstigte Geschäftszwecke bzw. aus Gründen des Gemeinwohls gehal-

ten werden, beschränkt. Sind die Voraussetzungen des Schachtelprivilegs erfüllt, so erfolgt in beiden Ländern eine Steuerbefreiung. Besteht in den Niederlanden keine schachtelbegünstigte Beteiligung, so ist eine deutsche Kapitalgesellschaft als Investor im Vorteil, da sie in jedem Fall der 95%-igen Steuerbefreiung unterliegt, wohingegen die niederländische Kapitalgesellschaft auf die Veräußerungsgewinne Körperschaftsteuer zahlen muss.

Natürliche Personen als Investoren profitieren von dieser steuerlichen Freistellung von Veräußerungsgewinnen nicht. Bei Beteiligungen an einem niederländischen PE-Fonds, die unter der Grenze von 5 Prozent des gesamten Beteiligungsvolumens liegen, erfolgt (unabhängig von tatsächlich erzielten Erträgen) eine Besteuerung mit 1,2% des Anteilswertes. Liegt eine wesentliche Beteiligung vor (mindestens 5 Prozent), so unterliegen die Veräußerungsgewinne einer Besteuerung von 25%. In Deutschland sind Veräußerungsgewinne bei im Privatvermögen gehaltenen Beteiligungen nicht steuerbar, wenn die Haltedauer von einem Jahr überschritten ist und die durchgerechnete Beteiligungsquote an dem Portfolio-Unternehmen weniger als 1% beträgt. Bei Privatinvestoren, die diese Voraussetzungen erfüllen, ist somit die deutsche Regelung im Vergleich zur niederländischen günstiger. Erfüllt er die Voraussetzungen nicht, so sind die Veräußerungsgewinne nach dem Halbeinkünfteverfahren zur Hälfte steuerpflichtig. Dies gilt auch dann, wenn eine natürliche Person als Investor die Anteile im Betriebsvermögen hält. Im Vergleich zur niederländischen Besteuerung nach Box 2, d.h. mit einer Einkommensteuer von 25%, ist die deutsche Besteuerung ähnlich. Bei einem deutschen Initiator, für den der Spitzensteuersatz zur Anwendung kommt, ergibt sich eine Steuerbelastung von 22,16% (Spitzensteuersatz = 42%, davon 50%, zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag). Im Vergleich zur Besteuerung nach Box 3, d.h. mit 1,2% auf den Anteilswert, kann keine allgemein gültige Vorteilhaftigkeitsreihenfolge aufgestellt werden, vielmehr ist eine Einzelfallbetrachtung durchzuführen. Bei dem Vergleich der beiden Länder ist auch zu berücksichtigen, dass in den Niederlanden für Investitionen in bestimmte Venture Capital-Fonds ein Freibetrag von 51.390 € besteht.

In den Niederlanden existiert wie in Deutschland eine gesetzliche Regelung der Gesellschafterfremdfinanzierung. Diese betrifft in den Niederlanden jedoch nur Fremdfinanzierungen innerhalb verbundener Unternehmen bzw. Konzerne, während die deutsche Regelung alle wesentlich beteiligten Gesellschafter (Beteiligung von mehr als 25%) betrifft. Des Weiteren beträgt das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital, ab dem die niederländische Regelung zur Anwendung kommt, 3:1, wobei der übersteigende Betrag zusätzlich mehr als 500.000 € betragen muss. Der persönliche und der sachliche Anwendungsbereich der niederländischen Vorschrift sind somit kleiner. Auch die Rechtsfolgen der Vorschrift unterscheiden sich. In Deutschland erfolgt eine Behandlung als verdeckte Gewinnausschüttung, in den Niederlanden wird der Abzug der Zinsen als Betriebsausgabe eingeschränkt.

Die Besteuerung des Carried Interest kann für niederländische Initiatoren deutlich günstiger ausfallen als für deutsche Initiatoren, wenn sie eigenständig in den Fonds investieren und eine Besteuerung als Einkünfte aus Spar- und Anlageaktivitäten (Box 3) zu einem Satz von 1,2% p.a. auf den Marktwert der Carried Interest-Anteile erreicht werden kann.[66] Falls ein Teil des Carried Interest jedoch unter die Einkommensteuer in Box 1 fällt, liegt der Steuersatz mit bis zu 52% deutlich höher als die nur hälftige Besteuerung des von deutschen Initiatoren erzielten Carried Interest.

Bezüglich der Verlustverrechnung sind in den Niederlanden ansässige Unternehmen eindeutig besser gestellt als deutsche Unternehmen, da hier sowohl für Kapitalgesellschaften als auch für gewerbliche Tätigkeiten natürlicher Personen ein dreijähriger Verlustrücktrag und ein unbegrenzter Verlustvortrag möglich sind.

C.II.2.4 Schweden

C.II.2.4.1 Grundzüge des schwedischen Steuersystems

C.II.2.4.1.1 *Besteuerung von Kapitalgesellschaften*

Die Besteuerung schwedischer Kapitalgesellschaften erfolgt über die auf nationaler Ebene erhobene Körperschaftsteuer. Auf kommunaler Ebene fallen keine Unternehmenssteuern an. Steuersubjekte sind in der Regel Gesellschaften mit beschränkter Haftung (*Privat Aktiebolag*, AB) und Aktiengesellschaften (*Publikt Aktiebolag*, AB publ). Der Körperschaftsteuersatz beträgt 28%. Es existiert kein ermäßigter Satz für KMU.

Seit Juli 2003 gilt in Schweden das Schachtelprivileg (sog. *Participation Exemption*), das Veräußerungsgewinne und Dividenden unter bestimmten Voraussetzungen von der Körperschaftsteuer freistellt. So sind diese Erträge steuerlich freigestellt, sofern sie von einer schwedischen Kapitalgesellschaft über so genannte geschäftsbezogene (*business-related*) Beteiligungen erzielt werden. Eine geschäftsbezogene Beteiligung liegt vor bei nicht börsennotierten Anteilen, falls diese im Anlagevermögen gehalten werden. Bei börsennotierten Aktien, die im Anlagevermögen gehalten werden, gilt neben einer Mindesthaltedauer von einem Jahr die zusätzliche Bedingung, dass die Beteiligung mindestens 10 Prozent der Stimmrechte der Gesellschaft beinhaltet. Ist diese 10-Prozent-Grenze nicht erreicht, so kann bei börsennotierten Aktien eine schachtelbegünstigte Beteiligung auch dann vorliegen, falls die Beteiligung als notwendig für die Führung der Geschäfte des Aktieninhabers

66 Die Vorteilhaftigkeitsaussage kann in diesem Fall getroffen werden, da die Manager nur einen kleinen Anteil am Fondskapital halten (i.d.R. 1%) und somit die Besteuerung des geringen Vermögenswertes der Besteuerung des übermäßigen Gewinnanteils von 20% (Carried Interest) gegenübersteht. Dies ist im Unterschied zur Besteuerung der Investoren zu sehen, die 99% des Kapitals halten und 80% der Gewinne beziehen. In letzterem Fall kann eine Vorteilhaftigkeitsaussage nicht getroffen werden.

angesehen wird. Das Schachtelprivileg kann ebenfalls für Veräußerungsgewinne und Dividenden aus Anteilen an ausländischen Portfolio-Unternehmen geltend gemacht werden (vgl. Björkeson et al. (2004), European Tax Handbook (2004)). Sind die Voraussetzungen des Schachtelprivilegs nicht erfüllt, so werden Veräußerungsgewinne und Dividenden mit den weiteren Gewinnen zusammengefasst und nach dem Regeltarif versteuert.

Juristische Personen haben die Möglichkeit, jährlich 25% des Gewinns gewinnmindernd in eine Rücklage einzustellen (sog. Periodisierungsrücklage, schwed.: *periodiseringsfond*). Diese Rücklage muss innerhalb von sechs Jahren gewinnerhöhend aufgelöst werden. Durch die Bildung einer solchen Rücklage können Steuerstundungseffekte erreicht werden, da der Gewinn erst bei Auflösung versteuert werden muss. Der effektive Steuersatz beträgt im Jahr der Bildung der Rücklage somit 21% (75% steuerpflichtiger Gewinn, 28% Körperschaftsteuer), vgl. Mennel und Förster (2004).

C.II.2.4.1.2 *Besteuerung von natürlichen Personen*

Das schwedische Einkommensteuersystem folgt dem Konzept einer dualen Einkommensteuer.

Natürliche Personen unterliegen in Schweden sowohl der staatlichen als auch der kommunalen Einkommensteuer. Es gibt drei Einkunftsarten: gewerbliche Einkünfte, wozu alle Arten von Geschäftstätigkeiten und freiberufliche Tätigkeiten gehören, Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit und Kapitaleinkünfte, worunter Dividenden, Zinsen und Veräußerungsgewinne aus unbeweglichem Betriebsvermögen sowie beweglichem Vermögen, das keinem Gewerbebetrieb zuzurechnen ist, zu fassen sind.

Gewerbliche Einkünfte und Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit unterliegen als Erwerbseinkünfte sowohl einer staatlichen als auch einer kommunalen Steuer. Der Steuersatz der Kommunalsteuer wird von der jeweiligen Gemeinde festgesetzt. Der Steuersatz ist konstant, d.h. unabhängig von der Bemessungsgrundlage. Er beträgt im Durchschnitt 31,5%. Zusätzlich fällt auf Erwerbseinkommen zwischen 291.800 SEK und 441.300 SEK (ca. 32.500 € bzw. 49.200 €) eine staatliche Steuer von 20%, auf Einkünfte über 441.300 SEK (ca. 49.200 €) eine staatliche Steuer von 25% an. Dadurch ergibt sich eine Besteuerung des Erwerbseinkommens mittels eines progressiven Tarifes, der von ca. 31,5% auf ca. 56,5%[67] ansteigt. Kapitaleinkünfte unterliegen lediglich einer staatlichen Einkommensteuer in Höhe von 30% und werden damit proportional besteuert.

Sonderregelungen gelten für Gewinne aus der Geschäftstätigkeit im Rahmen eines Einzelunternehmens. Werden die Gewinne in eine Rücklage eingestellt, fällt eine dem Körperschaftsteuersatz von 28% entsprechende Steuer an. Die staatliche und kommunale Ein-

[67] Diese Steuersätze ergeben sich bei Annahme des durchschnittlichen kommunalen Steuersatzes von 31,5%.

kommensteuer wird zunächst nicht erhoben. Erst bei Auflösung der Rücklage unterliegen die Gewinne der Einkommensteuer, wobei die bereits gezahlte Steuer von 28% angerechnet wird (vgl. European Tax Handbook (2004)).

Wie juristische Personen können auch natürliche Personen, die gewerbliche Einkünfte erzielen, eine Periodisierungsrücklage bilden. Es besteht die Möglichkeit, jährlich 30% des steuerpflichtigen Gewinns in eine solche Rücklage einzustellen. Steuerpflichtig sind die Gewinne erst bei Auflösung der Rücklage, d.h. spätestens nach sechs Jahren (vgl. Mennel und Förster (2004)).

Um die aufgrund des klassischen Körperschaftsteuersystems entstehende Doppelbelastung für kleine und mittlere Unternehmen zu vermeiden und Investitionen in solche Unternehmen zu fördern, werden Dividendenerträge, die aus direkten Beteiligungen an KMU resultieren, von der Steuer befreit. Voraussetzung ist, dass natürliche Personen an schwedischen oder nichtansässigen nicht börsennotierten Gesellschaften beteiligt sind. Die Steuerbefreiung gilt bis zu einem Betrag, der 70% des Zinssatzes für Staatsanleihen entspricht, multipliziert mit dem Kaufpreis der Anteile (vgl. European Tax Handbook (2004)).

Bei Ausschüttungen von Gesellschaften mit wenigen Anteilseignern kann ein Teil der (Kapital-)Einkünfte als Erwerbseinkünfte umqualifiziert werden. Eine Gesellschaft hat wenig Anteilseigner, wenn mehr als 50% der Stimmrechte bei höchstens vier Personen liegen. Als Anteilseigner werden dabei alle Gesellschafter gezählt, die in wesentlichem Umfang für die Gesellschaft tätig sind. Gesellschafter, die aktiv und in größerem Umfang für die Gesellschaft tätig sind oder waren und die Ausschüttungen erhalten, kommen für die Umqualifizierung ihrer Einkünfte in Frage. Ausgangspunkt für die Berechnung des Betrags, der als Kapitaleinkünfte angesehen wird, ist das investierte Kapital. Der darauf angewendete Zinssatz für Staatsanleihen zuzüglich fünf Prozenteinheiten ergibt den Grenzbetrag für die Kapitaleinkünfte. Der übersteigende Betrag wird als Erwerbseinkünfte qualifiziert.

Eine Umqualifizierung wird auch vorgenommen, wenn Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Anteilen an Gesellschaften mit wenigen Anteilseignern entstehen. Die Veräußerungsgewinne werden grundsätzlich zur einen Hälfte als Kapitaleinkünfte, zur anderen Hälfte als Erwerbseinkünfte angesehen (vgl. Mennel und Förster (2004)).

Neben der Einkommensteuer existiert auch eine Vermögensteuer in Höhe von 1,5% auf das Nettovermögen, das 1,5 Mio. SEK (umgerechnet ca. 167.200 €) übersteigt. Als Stichtag gilt der 31. Dezember des vorangegangenen Jahres. Betriebsvermögen ist nicht vermögensteuerpflichtig.

C.II.2.4.1.3 *Verlustverrechnung*

Für laufende Verluste besteht für Kapitalgesellschaften in Schweden die Möglichkeit eines zeitlich unbegrenzten Verlustvortrages. Ein Verlustrücktrag ist indirekt möglich, indem eine Auflösung der Periodisierungsrücklage (siehe Kapitel C.II.2.4.1.1) vorgenommen wird. Durch Auflösung dieser Rücklage können laufende Verluste mit Gewinnen der Vorjahre verrechnet werden (vgl. Baker Tilly International (2003)). Veräußerungsverluste aus geschäftsbezogenen Beteiligungen sind entsprechend der Steuerbefreiung bei Gewinnen nicht abzugsfähig. Verluste aus der Veräußerung von Wirtschaftsgütern, die nicht geschäftsbezogene Beteiligungen sind, können nur mit Gewinnen aus der Veräußerung solcher Wirtschaftsgüter verrechnet werden und unbegrenzt vorgetragen werden.

Auf Ebene natürlicher Personen ist für gewerbliche Einkünfte eine Verlustverrechnung nur innerhalb einer Einkunftsquelle zulässig.[68] Gewerbliche Verluste können jedoch unbegrenzt vorgetragen werden. Ein Verlustrücktrag ist wie bei Kapitalgesellschaften indirekt über eine Rücklage möglich. Verluste aus Einkünften aus nichtselbständiger Arbeit und Kapitaleinkünften können innerhalb der jeweiligen Einkunftsart verrechnet und unbegrenzt vorgetragen werden. Veräußerungsverluste, die aus dem Verkauf börsennotierter Aktien entstehen, können nur mit Gewinnen aus solchen Verkäufen verrechnet werden. Entstehen aus der Veräußerung nicht börsennotierter Anteile Verluste, so können diese mit Gewinnen aus der Veräußerung börsennotierter und nicht börsennotierter Aktien verrechnet werden. Aus diesen Verkäufen verbleibende Verluste können bis zu 70% von sonstigen Kapitaleinkünften abgezogen werden, 30% der Verluste bis 100.000 SEK bzw. 21% der Verluste über 100.000 SEK können als Gutschrift auf die Einkommensteuer auf Erwerbseinkünfte und auf die Grundsteuer angerechnet werden. Verbleibende Veräußerungsverluste können nicht verrechnet werden (vgl. European Tax Handbook (2004)).

C.II.2.4.2 Struktur des typischen PE-Fonds in Schweden

Im letzten Jahrzehnt wurden aufgrund der schwedischen Steuerbestimmungen viele „schwedische“ Private Equity-Fonds und Managementgesellschaften nicht in Schweden gegründet, sondern in anderen Ländern angesiedelt. Insbesondere die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen und die Steuerbelastung der Investoren hatten großen Einfluss auf die Standortwahl. Dies könnte sich in Folge der im Juli 2003 eingeführten Steuerfreistellung für Veräußerungsgewinne aus geschäftsbezogenen Beteiligungen in den kommenden Jahren ändern, da Schweden nun ein steuerlich günstiges Umfeld für Beteiligungsgesellschaften bietet.

---

68 Mit Einkunftsquelle ist die Unterscheidung innerhalb der gewerblichen Einkünfte zwischen Einkünften aus einer Personengesellschaft, Einkünften aus gewerblichen Tätigkeiten im Ausland und Einkünften aus allen übrigen Tätigkeiten gemeint.

In Schweden existieren prinzipiell zwei unterschiedliche Grundmodelle für Private Equity-Fonds. Traditionell wurden die Fonds als Gesellschaft mit beschränkter Haftung (schwed.: *aktiebolag*, AB) gegründet (vgl. Björkeson et al. (2001)). Seit einigen Jahren wird jedoch der Großteil der Fonds in der Rechtsform einer Personengesellschaft geführt (schwed.: *kommanditbolag*, KB), um insbesondere ausländischen Anlegern eine Struktur anbieten zu können, die mit der in angelsächsischen Staaten üblicherweise vorhandenen vergleichbar ist. Die schwedischen KBs bestehen in der Regel aus einem vollständig haftenden Partner und weiteren Partnern, deren Haftung auf ihre Einlagen beschränkt ist. Die schwedischen Kommanditgesellschaften gelten zivilrechtlich als juristische Personen, werden steuerlich jedoch als transparente Einheiten betrachtet.

Es bleibt abzuwarten, ob künftig die steuerliche Begünstigung von Kapitalgesellschaften gegenüber Personengesellschaften einen Trend hin zu Fonds in der Rechtsform einer AB auslöst, da bei der Wahl der Rechtsform eines Private Equity-Fonds neben den eindeutig vorhandenen steuerlichen Vorteilen von Kapitalgesellschaften auch die zivil- und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen mit zu berücksichtigen sind. Aus den Neugründungen von Private Equity-Fonds in den letzten Monaten ist allerdings bereits ein steigender Anteil schwedischer Kapitalgesellschaften (AB) erkennbar.

C.II.2.4.3 Besteuerung

C.II.2.4.3.1 *Fondsgesellschaft*

Kapitalgesellschaften (AB) als Fonds unterliegen grundsätzlich mit ihren gesamten Gewinnen der Körperschaftsteuer. Aufgrund der Steuerfreistellung für Erträge aus geschäftsbezogenen Beteiligungen werden jedoch Gewinne aus der Veräußerung von Portfolio-Unternehmen nicht besteuert (zum Schachtelprivileg siehe Kapitel C.II.2.4.1.1).

Ist der Fonds als Kommanditgesellschaft (KB) strukturiert, fällt aufgrund der transparenten Besteuerung auf Fondsebene keine Steuer an.

C.II.2.4.3.2 *Investoren*

C.II.2.4.3.2.1 *Besteuerung der Veräußerungsgewinne*

(a) Natürliche Personen

Ist der PE-Fonds in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft (AB) strukturiert, so erzielen natürliche Personen als Investoren Kapitaleinkünfte. Diese werden mit der proportionalen Einkommensteuer in Höhe von 30% besteuert und unterliegen damit einer relativ niedrigen Besteuerung. Unter die Kapitaleinkünfte fallen sowohl laufende Gewinne des Fonds, die

aus der Veräußerung von Portfolio-Unternehmen entstehen, als auch Gewinne aus der Veräußerung des Fondsanteils.

Wird der Fonds als Kommanditgesellschaft (KB) geführt, werden die Gewinne aus der Veräußerung der Portfolio-Unternehmen aufgrund der steuerlichen Transparenz den Gesellschaftern direkt zugerechnet. Die Einkünfte fallen nicht unter die Kapitaleinkünfte, sondern unter die gewerblichen Einkünfte, da sie im Rahmen einer Personengesellschaft erzielt wurden. Die Besteuerung erfolgt somit mit dem für Erwerbseinkünfte gültigen progressiven Steuertarif von bis zu 56,5%.[69] Nur bei Veräußerung des Fondsanteils selbst liegen Kapitaleinkünfte vor, die dem niedrigeren proportionalen Steuersatz von 30% unterliegen.

Aus steuerlichen Gesichtspunkten sind für natürliche Personen Investitionen in Kapitalgesellschaftsfonds der Investition in Personengesellschaftsfonds vorzuziehen. Grund hierfür ist das Schachtelprivileg, das eine Besteuerung auf Ebene des Kapitalgesellschaftsfonds verhindert, und der niedrige Steuersatz für Kapitaleinkünfte. Auf Ebene von Fonds in der Rechtsform einer Personengesellschaft fällt zwar keine Steuer an, dafür unterliegen die Gesellschafter aber dem hohen Steuersatz für Erwerbseinkünfte. Die generelle Besteuerung von Personengesellschaften und Kapitaleinkünften aus KMU wird derzeit in Schweden von einer Expertenkommission überprüft.

(b) Kapitalgesellschaften

Kapitalgesellschaften, die in als AB (Kapitalgesellschaft) organisierte Fonds investieren, unterliegen mit den Gewinnen der Körperschaftsteuer, sofern das Schachtelprivileg nicht zur Anwendung kommt.

Für Investitionen in KB-Fonds (Personengesellschaft) besteht der Nachteil, dass für Beteiligungen an Personengesellschaften das Schachtelprivileg nicht gewährt wird. Die indirekte Beteiligung von Kapitalgesellschaften an Portfolio-Unternehmen wird trotz der steuerlichen Transparenz der KBs nicht so behandelt, als ob die Beteiligung direkt von den investierenden Kapitalgesellschaften gehalten würde. Dies hat zur Folge, dass die indirekten Investitionen über die KB-Fonds nicht unter die Steuerfreistellung für geschäftsbezogene Beteiligungen fallen und somit Veräußerungsgewinne auf Ebene der Investoren der Körperschaftsteuer unterliegen. Dies ist jedoch insoweit inkonsequent, als Verluste aus geschäftsbezogenen Beteiligungen, die von Kapitalgesellschaften über eine schwedische Kommanditgesellschaft gehalten werden, steuerlich nicht abzugsfähig sind, sofern das Schachtelprivileg zur Anwendung käme, falls die Anteile direkt gehalten würden. Unter geltendem Steuerrecht sind somit aus steuerlichen Gesichtspunkten Investitionen in Port-

69 Dieser Steuersatz ergibt sich bei Annahme des durchschnittlichen kommunalen Steuersatzes von 31,5% und wird ab Erwerbseinkünften von über 441.300 SEK (ca. 49.200 €) angewendet.

folio-Unternehmen über einen KB-Fonds für in Schweden steuerpflichtige Kapitalgesellschaften nicht zu empfehlen. Es ist allerdings mit einer Überprüfung der geltenden Rechtslage zu rechnen.

C.II.2.4.3.2.2 *Gesellschafterfremdfinanzierung*

In Schweden besteht keine gesetzliche Regelung, die die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen einschränkt (vgl. Amicorp (2003)).

C.II.2.4.3.3 *Initiatoren*

Bezüglich der Besteuerung der Gewinnanteile, die den Initiatoren zustehen, existieren in der schwedischen Steuergesetzgebung keine spezifischen Bestimmungen. Aus Sicht der Initiatoren ist eine Besteuerung des Carried Interest als Kapitaleinkünfte in jedem Fall der Besteuerung als gewerbliche Einkünfte vorzuziehen.

Üblicherweise halten die Initiatoren ihren Anteil an Fonds in der Rechtsform einer schwedischen KB über eine Holdingkapitalgesellschaft. Erträge aus den Carried Interest-Anteilen der Initiatoren unterliegen auf Ebene der Holdinggesellschaft der Körperschaftsteuer mit einem Steuersatz von 28%. Ausschüttungen an die Initiatoren werden zum Teil als Erwerbseinkünfte umqualifiziert und mit einem Steuersatz von bis zu 56,5% versteuert. Diese Umqualifizierung wird vorgenommen, wenn eine Gesellschaft mit wenigen Anteilseignern vorliegt (siehe Kapitel C.II.2.4.1.2). Da in der Regel nur wenige Initiatoren an der Holdingkapitalgesellschaft beteiligt sind und diese auch aktiv und in größerem Umfang für die Gesellschaft tätig sind, liegen die Voraussetzungen für eine Umqualifizierung vor. Die Steuerbelastung beträgt bei Umqualifizierung somit bis zu 68,7% (KSt + ESt · (1 – KSt) = 28% + 40,7%). Sind die Voraussetzungen für eine Umqualifizierung der Einkünfte nicht gegeben, liegen Kapitaleinkünfte vor, d.h. es erfolgt eine Besteuerung der Ausschüttungen der Holdinggesellschaft an die Initiatoren in Höhe von 30%. Die Steuerbelastung beträgt in diesem Fall 49,6% (KSt + ESt · (1 – KSt) = 28% + 21,6%). Eine direkte Beteiligung der Initiatoren an dem KB-Fonds wäre in der Gesamtbetrachtung als steuerlich günstiger anzusehen, da die zusätzliche Besteuerung auf Ebene der Holdinggesellschaft vermieden wird und der Carried Interest wie bei Beteiligung über eine Holdinggesellschaft auf Ebene der einzelnen Partner des Fonds zu versteuern ist, d.h. als gewerbliche Einkünfte, was bei einem zu versteuernden Jahreseinkommen (aus Erwerbseinkünften) von über 441.300 SEK einen Steuersatz von 56,5% bedeutet.

Wird der Fonds in Rechtsform einer Kapitalgesellschaft (AB) gegründet, wird die günstigere Variante der Besteuerung des Carried Interest als Kapitaleinkünfte zu einem Steuersatz von 30% erreicht, falls die Regelungen für Gesellschaften mit wenigen Anteilseignern nicht zur Anwendung kommen. Eine Umqualifizierung der Kapitaleinkünfte in Erwerbs-

einkünfte führt zu einem Steuersatz in Höhe von 56,5% auf den Carried Interest. Da die Ausgestaltung der Fonds individuell vertraglich geregelt wird, versuchen die Initiatoren, wenn möglich, den Sachverhalt so zu gestalten, dass die Regelungen für Gesellschaften mit wenigen Anteilseignern nicht greifen und eine Umqualifizierung des Carried Interest nicht in Frage kommt. Der Carried Interest wird in diesem Fall also einer Steuerbelastung von 30% unterliegen.

C.II.2.4.3.4 *Managementgesellschaft*

Die Besteuerung der Managementgesellschaft richtet sich nach der gewählten Rechtsform. Während bei Kapitalgesellschaften Körperschaftsteuer anfällt, werden bei Personengesellschaften Gewinne auf Ebene der einzelnen Initiatoren als gewerbliche Einkünfte versteuert, ebenso fallen die Gehälter der Initiatoren unter die (relativ hohe) Einkommensteuer, deren Spitzensteuersatz bei 56,5% liegt. In der Regel unterliegt die vom Fonds gezahlte Management Fee nicht der Umsatzsteuer (vgl. EVCA (2004a)).

C.II.2.4.4 Steuerlicher Vergleich zwischen Schweden und Deutschland

Im schwedischen Steuersystem existiert für Kapitalgesellschaften als Investoren eine Steuerfreistellung von Gewinnen aus der Veräußerung von geschäftsbezogenen Beteiligungen, welche insbesondere bei Anteilen an nicht börsennotierten Unternehmen und wesentlichen Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen (mindestens 10 Prozent) gilt. In letzterem Falle wird jedoch eine Mindesthaltedauer von einem Jahr vorausgesetzt. Unter Beachtung dieser Einschränkungen kann festgehalten werden, dass die schwedische Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen nicht so weit reichend ist wie die in Deutschland gewährte 95%-ige Steuerfreistellung. Sofern eine schwedische Kapitalgesellschaft Veräußerungsgewinne aus nicht geschäftsbezogenen Beteiligungen erzielt, sind diese in vollem Umfang körperschaftsteuerpflichtig. Der Körperschaftsteuer unterliegen auch Gewinne, die eine Kapitalgesellschaft aus der Investition in einen KB-Fonds erzielt. In diesen Fällen ist die deutsche Besteuerung somit eindeutig vorteilhaft.

In Deutschland werden die von inländischen natürlichen Personen als Investoren realisierten Kapitalgewinne im Rahmen der Einkommensteuerebene deutlich niedriger besteuert als in Schweden. Die in Schweden aus steuerlicher Sicht günstigere Investition in eine Kapitalgesellschaft unterliegt auf Ebene der Investoren der Steuer auf Kapitaleinkünfte, auf Ebene des Kapitalgesellschaftsfonds fällt bei Anwendung des Schachtelprivilegs keine Steuer an. Die Besteuerung liegt mit 30% in jedem Falle über der Besteuerung in Deutschland mittels des Halbeinkünfteverfahrens. Zudem ist zu beachten, dass eine Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen auf der Ebene natürlicher Personen im schwedischen Steuersystem nicht vorgesehen ist. In Deutschland sind dagegen Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungen, die länger als ein Jahr gehalten wurden und bei denen die (durch-

gerechnete) Beteiligungsquote unter einem Prozent liegt, nicht steuerbar. Falls eine natürliche Person als Investor an einer schwedischen Kommanditgesellschaft beteiligt ist, sind seine Erträge als Einkünfte aus Geschäftstätigkeit mit dem progressiven Einkommensteuersatz für Erwerbseinkünfte (zwischen 31,5% und 56,5%) zu versteuern, was ebenfalls deutlich über der deutschen Besteuerung liegt.

Ebenso besteht bei der Besteuerung des Carried Interest in Deutschland ein vorteilhafteres Umfeld als in Schweden, da die schwedischen Initiatoren je nach Struktur des Fonds im günstigsten Falle der Steuer auf Kapitaleinkünfte in Höhe von 30% beziehungsweise in den am häufigsten auftretenden Fällen der Einkommensteuer auf gewerbliche Einkünfte mit einem Spitzensteuersatz von 56,5% unterliegen und zudem bei indirekten Beteiligungen über eine Holdinggesellschaft zusätzlich Körperschaftsteuer auf Gesellschaftsebene anfällt. In Deutschland wird aufgrund der nur hälftig steuerpflichtigen Erträge (§ 18 Abs. 1 Nr. 4 i.V.m. § 3 Nr. 40a EStG) und des deutlich niedrigeren Spitzensteuersatzes eine wesentlich vorteilhaftere Besteuerung erzielt.

Im Hinblick auf die Gesellschafterfremdfinanzierung schränkt Schweden, im Unterschied zu Deutschland, die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen nicht ein. Auch bezüglich der Verlustverrechnungsmöglichkeiten ergeben sich Vorteile für schwedische Kapitalgesellschaften, da in Schweden ein zeitlich und betragsmäßig unbegrenzter Verlustvortrag möglich ist. Über die Auflösung der Periodisierungsrücklage kann zudem (mittelbar) ein Verlustrücktrag in die sechs vorangegangenen Jahre vorgenommen werden. In Deutschland ist dagegen der Verlustvortrag betragsmäßig begrenzt, ein Verlustrücktrag ist nur in Höhe von 511.500 € in das vorangegangene Jahr möglich. Die Verlustverrechnung bei natürlichen Personen ist auch in Schweden nur eingeschränkt möglich, so dass eine eindeutige Vorteilhaftigkeitsaussage nicht getroffen werden kann.

C.II.3 Sonstige für die Marktentwicklung wesentliche Rahmenbedingungen

In diesem Kapitel soll das Vorhandensein von typischen Erfolgsfaktoren von PE-Aktivitäten in den untersuchten Ländern geprüft werden. Diese Erfolgsfaktoren wurden ausführlich in Kapitel A.III diskutiert, so dass ihre detaillierte Beschreibung nicht mehr erfolgt. Die steuerlichen Aspekte, die regulatorischen Rahmenbedingungen für die Investoren und die öffentlich geförderten Beteiligungsformen werden bei dieser Übersicht ausgelassen, da sie in den vorangegangenen Kapiteln des Gutachtens bereits einer sehr detaillierten Untersuchung unterzogen worden sind.

C.II.3.1 USA

Im Hinblick auf die in Kapitel A.III diskutierten Erfolgsfaktoren erweisen sich die USA als ein Land, dass für die PE-Investitionen äußerst vorteilhaft ist. Die Kapitalmärkte sind weltweit am weitesten entwickelt. Insbesondere existiert mit der NASDAQ eine geeignete Plattform für Börsengänge von kleinen und jungen Unternehmen (vgl. A.III.1). Ferner spielen kapitalgedeckte Renten und Pensionsfonds eine sehr wichtige Rolle für die individuelle Altersvorsorge (vgl. A.III.2). Aus dieser Quelle fließen enorme Summen in die PE-Branche. Die US-amerikanischen Pensionsfonds investieren ca. 5% ihres Portfolios in die PE-Märkte.

USA unterliegen einem Common-Law-System und haben einen hohen Wert des Legalitätsindexes (vgl. A.III.4). Auch im Hinblick auf die regulatorischen Rahmenbedingungen für die Unternehmen (vgl. A.III.6) sind die USA als sehr günstig einzustufen. Die Arbeitsmarktrigiditäten (vgl. A.III.7) sind gering. Ferner spricht für die USA die lange Erfahrung der Portfolio-Manager der PE-Fonds, die durch ihr vorhandenes Know-how zur Wertsteigerung der durch PE finanzierten Unternehmen wesentlich beitragen können. Ebenfalls stützt die lange Kultur des Unternehmertums in den USA und die nicht a priori negative Einstellung der amerikanischen Unternehmer gegenüber PE-Finanzierung, die in vielen traditionellen mittelständischen Unternehmen in Deutschland zu verzeichnen ist, wesentlich die Nachfrage nach dieser Finanzierungsform (vgl. A.III.9).

C.II.3.2 Großbritannien

Auch die Rahmenbedingungen für PE in Großbritannien sind im internationalen Vergleich als sehr gut einzustufen und in vielen Aspekten mit den US-amerikanischen vergleichbar. Großbritannien gehört ebenfalls zu kapitalmarktbasierten Systemen mit einer bedeutenden Rolle des Aktienmarktes für die Unternehmensfinanzierung. Mit AIM und OFEX existieren liquide Märkte für Börsengänge junger Unternehmen. In Großbritannien macht die staatliche Rente nur ca. 20% des durchschnittlichen Einkommens im Rentenalter aus. Angesichts der stark ausgeprägten zweiten Säule der Altersvorsorge in Großbritannien stellen Pensionsfonds ein enormes Kapitalreservoir für die PE-Branche.

Großbritannien hat ebenfalls wie die USA ein Common-Law-System. Im Hinblick auf den Legalitätsindex ist das Land allerdings schwächer als die USA eingestuft, etwa vergleichbar mit Deutschland. Die relativ günstigen regulatorischen Bedingungen für Unternehmen und die geringen Rigiditäten am Arbeitsmarkt tragen zum Unternehmertum bei. Die im Vergleich zu Kontinentaleuropa lange Existenz der PE-Finanzierung in Großbritannien und das Vorhandensein großer erfahrener Private Equity-Häuser (wie bspw. 3i oder Apax) führt zu einem höheren Angebot und induziert gleichzeitig eine höhere Nachfrage nach diesem Finanzierungsinstrument.

C.II.3.3 Niederlande

Niederlande bietet in vielen Bereichen günstige Rahmenbedingungen für Private Equity, es bestehen aber einige Schwächen. Im Folgenden sollen zuerst die Stärken und anschließend die Schwächen aufgelistet werden.

Die Grundrente in den Niederlanden ist relativ niedrig und umfasst nur ungefähr ein Drittel der Ruhestandseinkünfte. Im Gegensatz zu Deutschland stellt die gesetzliche Rente eine Pauschalleistung dar, die nicht beitragsabhängig ist. Da der Staat lediglich eine Grundversorgung garantiert, ist die private und betriebliche Altersvorsorge in den Niederlanden sehr bedeutend. Um die Anreize zu erhöhen, fördert der Staat Betriebsrenten durch die Steuerfreistellung der Beiträge und der Kapitaleinkünfte der Pensionsfonds. Die Niederlande haben nach Großbritannien den zweitgrößten Pensionsfondssektor in Europa.

Niederlande hat einen sehr hohen Wert des Legalitätsindexes. Das Land hat im Vergleich zu Deutschland ein günstigeres regulatorisches Umfeld für Unternehmen und einen flexibleren Arbeitsmarkt.

Der Kapitalmarkt spielt keine bedeutende Rolle für die Unternehmensfinanzierung. Mit dem niederländischen neuen Markt (Nieuwe Markt) wurde ähnlich wie in Deutschland eine Plattform für Börsegänge junger Unternehmen geschaffen, die allerdings keine große Rolle spielte, weil die niederländischen Unternehmen üblicherweise den Börsengang auf dem deutschen Neuen Markt bevorzugten. Nach dem Platzen der Technologieblase wurde über alternative Konzepte nachgedacht und demnächst soll unter Führung von Paris und Beteiligung von Amsterdam, Brüssel und Lissabon ein unreguliertes Marktsegment mit dem Namen Alternext geöffnet werden.

Niederlande gehört zu Ländern, die den Civil-Law französischen Ursprungs implementieren.

C.II.3.4 Schweden

Schweden hat eine vergleichsweise sehr hohe Besteuerung (vgl. Kapitel C.II.2.4), bietet aber sonst sehr attraktive Rahmenbedingungen für PE-Investitionen.

In den 90er Jahren wurden 3 neue Märkte für kleine Unternehmen gegründet. Sie spielen eine bedeutende Rolle für die Finanzierung von Wachstumsunternehmen und bieten einen geeigneten Ausstiegskanal für PE-Investoren. Am Anfang dieses Jahrhunderts erreichte die Marktkapitalisierung dieser Märkte (im Vergleich zum BIP) Werte, die mit den der US-amerikanischen NASDAQ vergleichbar sind. Hierzu tragen wesentlich auch steuerliche Erleichterungen für die dort gelisteten Unternehmen bei. Am Anfang 2003 wurde *Nordic*

OTC als eine gemeinsame skandinavische Plattform für junge Unternehmen gegründet (vgl. Baygan (2003a)).

Am Ende der 90er Jahre kam es auch zu einer umfassenden Reform des Pensionssystems. Die kapitalgedeckte Altersvorsorge spielt seitdem eine bedeutende Rolle. Eine Anlage in bestimmter vorgeschriebener Höhe ist für jeden Arbeitnehmer obligatorisch.

Schweden hat ein skandinavisches Law-System und einen höheren Wert des Legalitätsindexes als Deutschland. Das Land bietet den Unternehmen einen niedrigen Regulierungsgrad und hat einen im Vergleich zu Deutschland weniger regulierten Arbeitsmarkt.

C.III Erfolgsfaktoren des PE-Marktes in der Gesamtbetrachtung von Marktentwicklung und Rahmenbedingungen

Betrachtet man die Pensionssysteme in den USA, Großbritannien, den Niederlanden und Schweden, stellt man fest, dass es in diesen Ländern eine relativ niedrige umlagefinanzierte Grundsicherung gibt, die im Wesentlichen auf eine Vermeidung von Altersarmut begrenzt ist. Ergänzend gibt es eine z.T. obligatorische, nicht staatlich organisierte kapitalgedeckte Zusatzvorsorge. Gleichzeitig ist die Regulierung der Pensionsfonds und Versicherungen sehr liberal, was ihnen Investitionen in Private Equity ermöglicht. Drei dieser Länder verlassen sich vollständig auf das Sorgfaltsprinzip, Schweden befindet sich noch in einer Übergangsphase. Dadurch existiert in diesen Ländern ein enormes Kapitalreservoir für PE-Investitionen.

Um die Änderungen der Regulierung in diesen Ländern auf die PE-Branche zu beurteilen, besteht seit der Einführung des Sorgfaltsprinzips lediglich in den USA ein genügend langer Zeitraum. Hier wurde eine entsprechende Änderung im Jahre 1979 durchgesetzt. Seit 1979 führte das zusätzliche Kapital, das durch die Pensionsfonds auf dem PE-Markt angeboten wurde, zu einem dramatischen Wachstum der PE-Fondsmittel. In einer empirischen Studie für die USA untersuchten Gompers und Lerner (1999) Faktoren, die die Höhe der PE-Fondsmittel beeinflussen. Sie zeigen, dass die Änderung vom Jahre 1979 einen signifikant positiven Einfluss auf das Volumen der PE-Mittel hatte, insbesondere im VC-Bereich. Im Jahre 1978 beliefen sich die jährlichen Kapitalzuflüsse in die VC-Branche auf 218 Mio. USD, der größte Anteil (32%) kam von Privatinvestoren. Pensionsfonds trugen nur 15% dazu bei. Zehn Jahre später flossen den VC-Fonds mehr als 3 Mrd. USD an Mitteln zu. Etwa die Hälfte davon kam von Pensionsfonds.

Die Kapitalmärkte für junge Unternehmen in den untersuchten Ländern sind, mit Ausnahme von den Niederlanden, sehr gut etabliert, was zur Erhöhung der Liquidität, der Nach-

frage und des Angebots an Private Equity führt (zur detaillierten Diskussion der Exit-Kanäle vgl. Kapitel D).

Die Problematik der Steuerbelastung ist sehr komplex. Generell lässt sich die Besteuerung der verschiedenen Akteure im PE-Markt in Großbritannien, den USA und den Niederlanden eher als günstig, in Schweden dagegen als vergleichsweise sehr hoch bezeichnen (für detaillierte Ausführungen vgl. Kapitel C.II.2).

Mit Ausnahme von den Niederlanden gehören die beschriebenen Länder zum Common-Law- oder zum skandinavischen System. Niederlande hat allerdings den höchsten Wert des Legalitätsindexes. Auch die regulatorischen Rahmenbedingungen für Unternehmen sind in diesen Ländern als günstig und der Arbeitsmarkt als flexibel einzustufen. In Großbritannien und den USA tragen darüber hinaus staatlich geförderte Fonds wesentlich zur Erhöhung des Angebots an PE bei.

D Exkurs: Alternativen für eine erfolgreiche Veräußerung der Unternehmen durch PE-Fonds in Deutschland

D.I Bedeutung der zur Verfügung stehenden Exit-Kanäle

Ein erfolgreiches Private Equity-Investment steht und fällt mit der Exit-Strategie (zu detaillierten Ausführungen siehe Kapitel A.III.1). In der Literatur werden viele Vorteile des Börsenganges im Vergleich zu anderen Exit-Kanälen dargestellt, und zwar aus Sicht der PE-Gesellschaft, des Unternehmens und seines Gründers. Auch wenn die meisten Exits nicht über den Börsengang getätigt werden, tragen gut funktionierende IPO-Märkte zur Belebung des PE-Marktes alleine dadurch bei, dass sie diese Exit-Option anbieten. Dadurch erhöhen sich nämlich die durchschnittlichen Bewertungen der Unternehmen und alle Beteiligten (PE-Gesellschaften und Unternehmer) haben bessere Anreize, den Erfolg der Unternehmen durch mehr Einsatz zu fördern (vgl. Walz (2004)). Nicht unwichtig ist auch die Funktion des IPO-Marktes als Lieferant allgemein zugänglicher Informationen über Unternehmensbewertungen, die bei anderen Exit-Kanälen hilfreich sein können. Eine Umfrage des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK (2004a)) ergab, dass mehr als die Hälfte der befragten 111 Private Equity-Gesellschaften in Deutschland dem IPO-Markt eine sehr große Bedeutung (beurteilt mit der höchsten Note auf einer sechsstufigen Skala) für den Private Equity-Markt zumisst.

Nicht alle Unternehmen sind jedoch geeignete Börsenkandidaten. Neben dem Börsengang stellt auch ein Verkauf des Zielunternehmens an einen industriellen Investor (Trade Sale) für den PE-Investor einen erfolgreichen Exit dar, der sich insbesondere für weniger innovative (vgl. Schwienbacher (2001)), wachstumsschwächere, weniger entwickelte (vgl.

Walz (2004)) oder kleinere Unternehmen eignet. Mit dem Inkrafttreten der Steuerbefreiung auf Beteiligungserlöse am 1. Januar 2002 hat sich die PE-Branche in Deutschland sichtbare Impulse für den Exit-Kanal Trade Sale erhofft. Die Erwartungen wurden allerdings größtenteils enttäuscht. Die Gründe sind v.a. in dramatisch gesunkenen Bewertungen (insbesondere bei Unternehmen aus dem Bereich „New Economy“) und einer niedrigen Nachfrage zu suchen.

Wenn sich der gewünschte Ausstieg über die beiden o.g. Kanäle nicht realisieren lässt, wählen die PE-Gesellschafen den Verkauf der Beteiligungen an eine andere PE-Gesellschaft (Secondary Sale) oder den Rückkauf durch das Management des Portfolio-Unternehmens (Buy-Back). Die letzte am wenigsten erwünschte Alternative ist die Abschreibung. Da IPOs und Trade Sales eher stagnieren, entwickeln sich Secondary Sales, insbesondere bei größeren Exits, zu einer immer mehr benutzten Exit-Alternative (vgl. Ernst&Young (2004) sowie M&A International (2004)).[70] Es treten zunehmend internationale PE-Gesellschaften als Käufer bei Secondary Sales auf.

Nachdem der IPO-Markt zusammengebrochen ist, wurde die Abschreibung von Investments in den letzten drei Jahren zum meistgenutzten Exit-Kanal. Abbildung 3 gibt eine Übersicht der Entwicklung der Exit-Kanäle während der letzten sieben Jahre. (Das zugrunde liegende Volumen orientiert sich an den Kosten der ursprünglichen Investition; es berücksichtigt nicht die Wertzunahme oder Wertminderung der Investition. Die Werte spiegeln also nicht die tatsächlichen Beträge wider, die die Venture Capital-Geber beim Exit erhalten haben.)

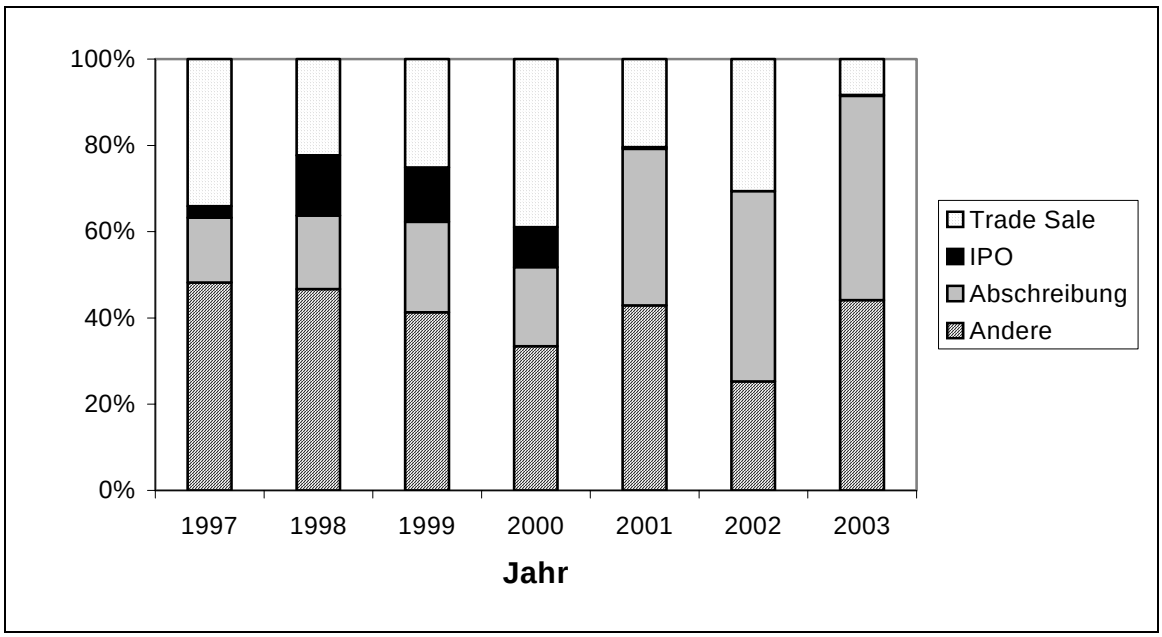
Für die Private Equity-Gesellschaften in Deutschland blieb die Alternative der Veräußerung ihrer Unternehmen durch einen Börsengang lange Zeit versperrt. Bis Mitte der 90er Jahre spielten Aktienemissionen als Kapitalbeschaffungsmittel für deutsche Unternehmen eine sehr geringe Rolle. Im Zeitraum zwischen 1970 und 1996 vollzogen insgesamt nur 301 Unternehmen den Börsengang. Dies entspricht einem Jahresdurchschnitt von etwas mehr als 11 IPOs. Erst der Neue Markt eröffnete einen viel versprechenden Exit-Kanal, der mittlerweile allerdings bis auf weiteres wieder geschlossen ist.

Nach der Startphase des Neuen Marktes mit 11 Börsengängen im Jahre 1997 und 41 im Jahre 1998, kamen in den Jahren 1999 und 2000 insgesamt 263 Neuemissionen an den Neuen Markt. Der Neue Markt in Deutschland war seinerzeit in Bezug auf die Marktkapitalisierung, die Anzahl von Neuemissionen oder den Börsenumsatz das mit Abstand wichtigste Marktsegment für junge, dynamische Unternehmen in Kontinentaleuropa.

---

70 In den letzten Monaten wurden auf diese Art bspw. ATU AutoTeile-Unger oder Grohe weiterverkauft.

Abbildung 3: Die Exit-Struktur der BVK-Mitglieder (Volumen)



Quelle: BVK

Der Einbruch an den deutschen Börsen und insbesondere der drastische Rückgang der Bewertungen am Neuen Markt zusammen mit einigen Skandalen und Betrugsvorfällen führte zu einem Vertrauensverlust der Anleger und der potenziellen Emittenten. Von August 2001 bis zur Auflösung des Neuen Marktes, die im September 2002 von der Deutsche Börse AG beschlossen und im Juni 2003 vollzogen wurde, fand hier nur noch ein einziger Börsengang statt. Gleichzeitig wurde auch das Segment SMAX, das 1999 eröffnet wurde, geschlossen. Während Neuer Markt für kleine und mittlere Unternehmen aus innovativen Branchen bestimmt war, zielte SMAX auf Unternehmen aus eher traditionellen Branchen. Der deutsche Aktienmarkt an der Deutschen Börse AG wurde nach der Schließung dieser beiden Segmente neu strukturiert (Unterteilung in General Standard und Prime Standard). Ein Markt, der spezifisch für die Börsengänge von kleinen und mittleren Unternehmen bestimmt wäre, existiert nicht mehr.

Der unreife deutsche Private Equity-Markt wurde durch den massiven Vertrauensrückgang beim Neuen Markt und die daraus resultierende Einstellung der Emissionsaktivität sowie den enormen Fall der Kurse stark getroffen. Viele junge Private Equity-Gesellschaften wurden insolvent und mussten den Markt verlassen; es kam zu Schließungen und Fusionen. Im Jahre 2001 sind noch 8 PE-gestützte Unternehmen (0,7% aller Exits der deutschen Private Equity-Branche) an die Börse gegangen, davon 6 an den Neuen Markt und 2 außerhalb Deutschlands. In den zwei folgenden Jahren wurde ein einziges PE-gestütztes Unternehmen über die Börse veräußert. Die Private Equity-Aktivitäten in Deutschland erlitten einen starken Rückgang. Die neuen Fondsmittel für die Private Equity-Branche beliefen sich im Jahre 2000 auf 5,8 Mrd. €. Im Jahre 2002 flossen den Private Equity-

Gesellschaften nur 3,7 Mrd. € an neuem Kapital zu. Die Bruttoinvestitionen gingen daraufhin in den Jahren 2001 - 2003 stark zurück. Im Jahr 2002 investierten die BVK-Mitglieder 2,5 Milliarden € in 1.720 Unternehmen. Im Jahr davor waren es noch 4,4 Milliarden € bei 1.969 Firmen. Und ein Jahr später wurden nur noch 2,4 Milliarden in 876 Unternehmen investiert.

D.II Reformvorschläge zur Verbesserung der Exit-Möglichkeiten

Eine Umfrage von Deloitte & Touche (Deloitte (2004)) über Faktoren, die am stärksten zu einer Belebung der Exit-Kanäle beitragen, kam zu folgendem Ergebnis: 31% der Befragten nannten einen allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Aufschwung, 26% eine Belebung durch Secondary-Transaktionen und 17% verbesserte Möglichkeiten für IPOs. Dies bestätigt die obigen Ausführungen zur Wichtigkeit dieses Exit-Kanals. Die bereits genannte Befragung des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK (2004a)) zeigt, dass mehr als die Hälfte der Private Equity-Gesellschaften die derzeitige Börsensegmentierung für IPOs sehr negativ beurteilt (durchschnittliche Note 4,4 auf der Skala 1-6). Das Geschäft mit Börsengängen in Deutschland kommt im Jahr 2004 nach einer eineinhalbjährigen Pause nur sehr zögerlich wieder in Gang. Einige Börsengänge wurden jedoch abgesagt und viele PE-Gesellschaften haben in ihren Portfolios noch Börsenkandidaten. Die Hälfte der Befragten in der Umfrage des BVK gab an, dass sie mindestens einen IPO-Kandidaten im Portfolio besitzen. Somit ergibt sich allein aus den jetzigen Portfolios der im Rahmen dieser Studie befragten PE-Gesellschaften ein erhebliches Potenzial für Börsengänge.

Eine Analyse der deutschen Investitionen im Zeitraum von 1999 bis heute zeigt eine durchschnittliche Verteilung der Bruttoinvestitionen von 78% in Deutschland, zu 15% in Europa (ohne Deutschland) und zu 7% außerhalb von Europa. Die Kapitalzuflüsse stammen im gleichen Zeitraum durchschnittlich zu 47% aus Deutschland, zu 26% aus Europa (ohne Deutschland) und zu 27% außerhalb von Europa. Hierbei ist ein Trend einer verstärkten Internationalisierung des deutschen Private Equity-Marktes auf der Seite der Investments, aber auch auf der Seite der Investoren zu erkennen (vgl. BVK Statistik (1999)-(2004)). Dies trägt neben dem Fehlen eines geeigneten Segments in Deutschland, dazu bei, dass inländische PE-Gesellschaften verstärkt daran interessiert sind, ausländische Börsenplätze für den IPO ihrer Portfolio-Unternehmen zu nutzen, wie auch die BVK-Umfrage bestätigt: Während viele der Portfolio-Unternehmen im Later Stage- bzw. Buy Out-Bereich ein IPO am Prime bzw. General Standard anvisieren, zielen Unternehmen im Early Stage-Bereich besonders ausgeprägt auf internationale Börsenplätze, wie NASDAQ, AIM, SWX oder EURONEXT ab.

Somit stellt sich die entscheidende Frage, ob Deutschland einen neuen „Neuen Markt“ braucht oder ob bestehende Börsenplätze im In- und Ausland ausreichend sind. Die Alter-

nativen, die sich derzeit in der Diskussion befindenden Vorschläge und nach der Schließung des Neuen Marktes und des SMAX bereits erfolgte Schritte werden nachfolgend kurz kritisch vorgestellt.

Inländische Plattformen

Die Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD), der auch die Deutsche Börse AG angehört, forderte Ende 2003 die Gründung eines neuen Segments, des sog. *Entry Market*, das vor allem eine stärkere Betreuung der Kandidaten ins Zentrum stellen sollte. Die Unternehmen sollten anhand eines Kriterienkatalogs von einem „Mentor" auf die Börsenreife vorbereitet werden und auch ein bis zwei Jahre nach dem IPO von diesem beratend begleitet werden. Später kündigte jedoch die Deutsche Börse an, dass die bestehenden Segmente (*Prime und General Standard*) den mittelständischen Unternehmen einen passenden Rahmen bieten und darüber hinaus der Bedarf an einem Entry Market nicht gegeben ist (vgl. Handelsblatt, 7. September 2004). Die Begründung lag vor allen darin, dass der Entry Market auf wenig Resonanz gestoßen sei, was auch die oben erwähnte BVK-Befragung zeigte.

Die Stuttgarter Börse gründete am 01. Januar 2004 ihr Handelssegment *Gate-M*. Dieses auf mittelständische in- und ausländische Unternehmen zielende Segment basiert in seiner Konstruktion auf eine Unterteilung in Transparenz- und Liquiditätskategorien. Vor einem Listing entscheidet sich das Unternehmen einfache oder hohe Transparenzanforderungen zu erfüllen. Über eine einheitliche Informationsplattform sollen die Unternehmensinformationen dem Anleger offeriert werden. Um den Freefloat höchst unterschiedlicher Volumina zu verdeutlichen, werden die Unternehmen in drei verschiedene Liquiditätskategorien eingeteilt. Für den Anleger geben diese Liquiditätskategorien auch im Rahmen der Quotierungspflicht das jeweilige Standardvolumen und einen maximalen Spread vor.

Bereits gelistete Unternehmen sind die primäre Zielgruppe für Gate-M, obwohl man nach eigener Darstellung auch Neuemissionen eine erprobte Infrastruktur anbietet. Zum 05. Januar 2005 waren 22 zumeist süddeutsche Unternehmen gelistet, eine Neuemission fand bisher nicht statt.

Die Börse in München belegt derzeit hinter Frankfurt und Stuttgart Platz drei unter den acht deutschen Börsen. Die dort unter dem Namen *Prädikatsmarkt* seit 1. Januar 1997 existierende Plattform für junge, innovative Unternehmen wurde bislang von den Investoren größtenteils außer Acht gelassen. Als Vorteil für den Standort München spricht die hohe Dichte an PE-Gesellschaften und die Nähe zu der großen Anzahl an Portfolio-Unternehmen im süddeutschen Raum. Zurzeit sind am Prädikatsmarkt 10 Unternehmen (Stand: 5. Januar 2005) gelistet. Es bestehen Pläne zur Umstrukturierung dieses Segments, nähere Informationen wurden aber bislang noch nicht bekannt gegeben.

Ausländische Börsenplätze

Bereits seit 1971 existiert in den USA ein Markt – *NASDAQ*, der speziell auf die Notierung kleiner und wachstumsorientierter Unternehmen zugeschnitten ist. Dies ist mit Abstand das weltweit größte Segment für kleine und mittlere Unternehmen. Bis vor einigen Jahren gab es in Europa keinen vergleichbaren, auf junge Unternehmen spezialisierten Aktienmarkt. Erst 1995 wurde in Großbritannien der AIM (*Alternative Investment Market*) gegründet. Ähnliche Märkte in anderen europäischen Ländern, die z.T. bereits wieder geschlossen worden sind (wie bspw. der deutsche Neue Markt), folgten dem Beispiel Großbritanniens. Die europäischen Märkte blieben jedoch, im Vergleich zum großen Vorbild *Nasdaq*, nur „kleine Lichter". Während an der *Nasdaq* mehr als 4.000 in- und ausländische Unternehmen notiert sind, waren es bspw. am Neuen Markt, dem größten kontinentaleuropäischen Segment für junge, dynamische Unternehmen, Ende 2001 insgesamt 326 Unternehmen. Die dortige Marktkapitalisierung betrug zu diesem Zeitpunkt knapp 50 Mrd. € und damit nur etwas mehr als ein Prozent der Nasdaq.

AIM der Londoner Börse ist ein unreguliertes Marktsegment. Um die 60% aller europäischen IPOs im letzten Kalenderjahr wurden an der AIM gelistet. Dieses Volumen von 5,3 Mrd. USD mit 63 Transaktionen entspricht 10% des weltweiten Emissionsvolumens. AIM hat als Ziel, eine paneuropäische Plattform zu werden und will in drei bis vier Jahren 100 deutsche Unternehmen für ein Listing gewinnen (vgl. Wirtschaftsblatt online, 7.10.2004).

Als Vorteile eines Listings an der AIM werden neben einem internationalen Marktteilnehmerkreis oft die geringeren kostengünstigen Zulassungsverfahren aufgeführt, die besonders für Early Stage-Unternehmen attraktiv sind. So muss bspw. der Emissionsprospekt lediglich vom IPO betreuenden Broker (Nominated Advisor) genehmigt werden und nicht von der Börsenaufsicht. AIM operiert als eine selbstregulierte Börse und liegt somit außerhalb des Geltungsbereichs der neuen Transparenz-Richtlinie der EU (2001/34/EG), die zunehmende Eintrittsbarrieren zum regulierten Markt in Europa einführt.

Für Early Stage-Unternehmen gibt es in London zudem das unregulierte Marktsegment OFEX, dass von JP Jenkins Limited (JPJL) gegründet und heute noch Teil der JPJL Gruppe ist und über die Financial Services Authority (FSA) reguliert wird. OFEX soll als Vorbereitungsplattform für AIM dienen (Baygan (2003)).

In Frankreich soll im Februar 2005 ein unreguliertes Marktsegment mit dem Namen *Alternext* geschaffen werden. *Alternext* soll als Sprungbrett zwischen PE-finanzierten Unternehmen und dem regulierten Markt dienen. Nach eigenen Wünschen sollen mittelständische Unternehmen aus der Eurozone angesprochen werden. Eine direkte Verbindung mit den Märkten in Amsterdam, Brüssel und Lissabon ist geplant. Wie der Neue Markt in Deutschland, soll *Alternext* ein privatrechtliches Börsensegment werden. Die Unternehmen benötigen zwar eine öffentlich-rechtliche Börsenzulassung, doch die eigentliche Zustimmung vergibt ein Komitee von *Euronext*, das auch nach vereinfachten Regeln das Segment überwacht. Der Bedarf an einem französischen unregulierten Segment wird verstärkt durch

neue Transparenz-Richtlinie der EU mit zunehmenden Eintrittsbarrieren zum regulierten Markt. So sollen die gegenwärtigen Publizitätsanforderungen, wie Jahresbericht und Ad-hoc-Mitteilungen, ausreichen.

Europäische NASDAQ?

EASDAQ (*European Association of Securities Dealers Automated Quotation System*) wurde als eine europäische Alternative zur US-Technologiebörse *NASDAQ* unter der Beteiligung von vierzehn europäischen Ländern am 30.9.1996 in Brüssel als ein Markt für kleine und mittlere Unternehmen gegründet. An dieser Computerbörse wurden grenzüberschreitend die Aktien von schnell wachsenden Unternehmen jeglicher Größe gehandelt. Später wurde die EASDAQ von der NASDAQ übernommen und in *NASDAQ Europe* umbenannt. Im November 2003 wurde jedoch der Handel an der NASDAQ Europe eingestellt.

Während sich die Börsenaktivität in den USA auf drei Hauptaktienmärkte unter der Aufsicht einer einzigen nationalen Regulierungsbehörde, der *Security and Exchange Commission*, konzentriert, ist Europa in eine Vielzahl kleiner nationaler Einzelmärkte fragmentiert. Aufgrund der großen Einzelbörsen kann mit Ausnahme von Großbritannien nur eine niedrige Kapitalisierung und Liquidität der einzelnen Märkte erreicht werden. Im Jahre 2001 betrug die Gesamtbörsenkapitalisierung in Deutschland bspw. nur 58,1 Prozent des BIP, in Frankreich 89,7 Prozent, in den USA dagegen 137,2 Prozent und in Großbritannien sogar 155,7 Prozent des BIP (vgl. Onvista (2004)).

Für die meisten europäischen kleinen und mittleren Unternehmen ist der Zugang zu den Kapitalmärkten anderer Länder aufgrund bestehender Informations- und Transparenzprobleme z.Z. schwer. Als zusätzliche Hindernisse treten unterschiedliche gesetzliche Ausgestaltungen wie bspw. im Insolvenz- oder im Besteuerungsrecht hinzu. Auch die national geltenden Bestimmungen im Rechnungswesen unterscheiden sich. Börsen oder alternative Handelsplätze der einzelnen Länder leiden unter geringer Liquidität, die nach dem Platzen der Technologienblase noch geringer geworden ist. Dadurch sind sie stark anfällig für große Schwankungen und spekulative Kursbewegungen.

Unter Berücksichtigung dieser Sichtweise, erscheint es sinnvoll eine möglichst weitgehende Harmonisierung der Märkte im Wege der Etablierung gemeinsamer Zulassungs-, Regulierungs- und Handelsregeln zu erreichen und einen europäischen supranationalen Hauptaktienmarkt zu etablieren. Dafür spricht aus deutscher Sicht auch die Tatsache, dass deutsche Investoren eine relativ niedrige Risikobereitschaft haben und sich überwiegend auf große Werte konzentrieren, so dass ein neuer „Neuer Markt“, zumindest zur Zeit, bei ihnen auf wenig Interesse stoßen würde. In den letzten Jahren kristallisierten sich verschiedene Bemühungen heraus, die existierende Zersplitterung in eine Vielzahl von Einzelmärkten zu eliminieren, ein entscheidender Durchbruch wurde allerdings nicht erzielt. So ist bspw. der Börsenverbund *Euronext* entstanden, dem die vier Aktienbörsen Paris, Amsterdam, Brüssel und Lissabon angehören und unter dessen Schirmherrschaft das Segment *Alternext* entste-

hen soll. Die skandinavischen Länder gründeten *Nordic OTC* als eine gemeinsame Plattform für kleine Unternehmen im Jahre 2003. Eine kostengünstige paneuropäische Börse für wachstumsstarke Unternehmen sollte im Rahmen der Kapitalmarktintegration in Europa angestrebt werden. Diese sollte hohe Transparenzanforderungen erfüllen, damit sie das Vertrauen der Investoren, das in vielen Fällen während des Platzens der New-Economy-Blase und dem Untergang der europäischen „Neuen Märkte" verloren gegangen ist, zurückgewinnt und das Risiko für die Kapitalgeber besser kalkulierbar wird.

Tabelle 8: Märkte für junge Unternehmen

Land	Segment	Entstehung	Anzahl IPOs		Anzahl gelisteter Unternehmen		Marktkapit. (% BIP)	
			2000	*2002*	*2000*	*2002*	*2000*	*2002*
USA	*NASDAQ*	1971	397	40*	4734	3725*	36,9	16,5
GB	*AIM*	1995	203	78	524	704	1,6	1,0
D	*Neuer Markt*	1997	132	1	338	240	6,0	0,5
Europa	*EASDAQ*	1996	--	..	62	..	--	..
Europa	*NASDAQ Europe*	2001	..	--	..	43	..	--

Quelle: OECD (2004), **Ende Oktober 2004.*

E Schwächen der deutschen Rahmenbedingungen für PE

E.I Beurteilung aktueller Änderungen

Die Auswirkungen der aktuellen Änderungen in der Besteuerung von PE-Fonds, ihrer Investoren und ihrer Initiatoren (BMF-Schreiben vom 16. und 23. Dezember 2003 sowie Gesetz zur Förderung von Wagniskapital vom Juli 2004 – vgl. Kapitel B.II.2) auf die PE-Investitionen in Deutschland lassen sich aufgrund des sehr kurzen Zeitraums seit ihrer Einführung statistisch noch nicht untersuchen. Es existiert lediglich eine Mitgliederbefragung des BVK (siehe BVK (2004c)), in der der Einfluss dieser Änderungen untersucht wird. 52 Gesellschaften machten Angaben zum Einfluss dieser Änderungen auf das eigene Fundraising und 102 auf die Fundraising-Situation in Deutschland. Während 44% der Gesellschaften angaben, dass die Neuregelungen keinen Einfluss auf die eigene Fundraising-Entscheidung haben, bezeichneten andere 44% diese Änderungen als ein nachrangiges und die restlichen 12% als ein wichtiges Entscheidungskriterium für das eigene Fundraising. Keine Gesellschaft sah diese Neuregelungen als den entscheidenden Auslöser für das eigene Fundraising. Der BVK sieht darin einen Beleg dafür, dass „Steueraspekte als ein Baustein innerhalb der entscheidenden Rahmenbedingungen, wie bspw. der Haltung der Inves-

toren, der Börsenstimmung und dem allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, gesehen werden müssen."

Auf der anderen Seite sehen jedoch die befragten Gesellschaften einen deutlich positiven Impuls der Änderungen für die Fundraising-Situation der deutschen PE-Branche insgesamt. Auf einer Skala von -2 (deutliche Verschlechterung) bis +2 (deutliche Verbesserung) bewerteten 59% der Gesellschaften die Veränderungen als eine Verbesserung, 8% als eine deutliche Verbesserung, während nach Ansicht von 27% der Gesellschaften diese Änderungen keinen oder für 6% sogar einen negativen Einfluss haben werden. Als Hindernisse beim Fundraising wurden am häufigsten Vorbehalte der Investoren gegenüber dem Investitionsstandort Deutschland sowie gegenüber der Anlageklasse PE genannt. An dritter Stelle waren, trotz der aktuellen Änderungen, rechtliche Rahmenbedingungen.

Die neuen Regelungen hinsichtlich der Besteuerung sind zu begrüßen. Sie bringen eine höhere Rechtssicherheit und gleichzeitig eine wesentliche Verbesserung der steuerlichen Bedingungen für PE-Investitionen mit sich. Allerdings bleiben durch das BMF-Schreiben vom 16. Dezember 2003 einige Fragen noch ungeklärt oder wurden sogar neu aufgeworfen (vgl. insbesondere Punkte „keine kurzfristige Beteiligung" sowie „kein unternehmerisches Tätigkeitswerden in Portfolio-Gesellschaften" in Kapitel B.II.2.1). In diesen unklaren Fällen nimmt die Verwaltungspraxis Stellung durch Erteilung verbindlicher Auskünfte zu den einzelnen Aspekten (wie es in der Vergangenheit üblich war). Dies führt automatisch dazu, dass u.U. unterschiedliche Regeln in unterschiedlichen Bundesländern bestehen und es zu einer Rechtszersplitterung, ggf. Wettbewerb zwischen den einzelnen Bundesländern kommt. Ferner ist zu kritisieren, dass bestimmte Kriterien des BMF-Schreibens enger als international üblich gefasst sind. Darüber hinaus besteht eine Unsicherheit für die Fonds, weil die Gewerblichkeit erst ex-post geprüft wird (vgl. Kapitel B.II.2).

E.II Verbleibende Schwächen im internationalen Vergleich

E.II.1 Rechtsformen

Mit der GmbH & Co.KG, die sich im Sinne des BMF-Schreibens vom 16. Dezember 2003 als vermögensverwaltender Fonds qualifizieren kann, existiert in Deutschland eine international vergleichbare steuerlich transparente Einheit, bei der keine Gewerbesteuer anfällt. Es besteht hierzulande keine spezielle Regelung für die Strukturierung von Private Equity-Fonds, so dass es auch andere Rechtsformen im Markt gibt (vgl. Kapitel B.I). Bei der Form einer GmbH & Co.KG sind nur die Investoren Subjekte der Ertragsbesteuerung und die Erträge werden ausschließlich nach ihren individuellen Merkmalen besteuert. Zu kritisieren ist, dass einige Kriterien in dem BMF-Schreiben ungenau, bzw. sehr eng gefasst sind (vgl. Kapitel B.II.2.1) und dass bei der Gründung sowie während der Laufzeit eines PE-

Fonds für die Fonds und ihre Investoren immer etwas Unsicherheit bleibt, ob sich der Fonds auch in der Zukunft als vermögensverwaltend qualifizieren kann.

Wie in einer Reihe anderer Länder existiert auch in Deutschland eine gesetzlich geregelte Form für PE-Anlagen, die steuerlich begünstigt ist und gleichzeitig bestimmte Anlagekriterien erfüllen muss – die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft (UBG). Aufgrund der relativ engen Anlagegrenzen, die durch die vergleichsweise wenigen steuerlichen Vorteile nicht kompensiert werden können, fand die Form der UBG keine breite Akzeptanz am deutschen Markt. Die einzige bedeutende steuerliche Vergünstigung besteht heute nur noch aus der Gewerbesteuerbefreiung, die auch über die Struktur einer vermögensverwaltenden GmbH & Co.KG zu erreichen ist. Im Vergleich zu einer GmbH & Co.KG, bei der der Fonds als eine KG fungiert, sind bei einer UBG die geläufigsten deutschen Rechtsformen zugelassen. Die Form einer Kapitalgesellschaft kann aus mehreren Gründen bevorzugt werden. Wenn der Fonds als eine Kapitalgesellschaft fungiert, werden die steuerlichen Risiken aus Portfolio-Unternehmen für die Investoren durch diese Kapitalgesellschaft abgeschirmt. Ein weiterer Vorteil einer UBG als Kapitalgesellschaft besteht darin, dass diese in Personengesellschaften investieren kann, ohne sich hierbei gewerbesteuerpflichtig zu machen. Eine im Übrigen vermögensverwaltende Personengesellschaft „infiziert sich" dagegen durch eine Beteiligung an einer gewerblichen Personengesellschaft (vgl. Kapitel B.II.2.1). Diesen Vorteilen stehen allerdings auch Nachteile gegenüber. Der Fonds als Kapitalgesellschaft bleibt körperschaftsteuerpflichtig (während eine vermögensverwaltende Personengesellschaft kein Subjekt der Besteuerung ist) und die Management Fee unterliegt in der Regel einer Umsatzsteuer (während bei einer Personengesellschaft bei Erfüllung bestimmter Bedingungen - vgl. Kapitel B.II.2.4 - keine Umsatzsteuerpflicht vorliegt).

Andere Regulierungsversuche innerhalb des PE-Segments, wie die Einführung des Beteiligungs-Sondervermögens oder der geschlossenen Fonds in der Rechtsform einer Investmentaktiengesellschaft, wurden von der PE-Branche überhaupt nicht wahrgenommen. Die Regulierungsversuche scheiterten vor allem daran, dass Unternehmen, die nicht den strengen Anforderungen der speziellen Gesetze entsprechen, ebenfalls PE-Geschäfte durchführen können.

E.II.2 Kapitalmarkt, Kapitalmarktrecht und Aufsichtsrecht

Im internationalen Vergleich mit Ländern wie den USA, Großbritannien oder Schweden wird die Schwäche der Kapitalmärkte und insbesondere der IPO-Märkte in Deutschland deutlich. Während sich zumindest in den USA und Großbritannien das Geschäft mit den Börsengängen wieder langsam belebt, sind in Deutschland in den letzten zwei Jahren lediglich fünf Unternehmen an die Börse gegangen. Insgesamt waren es in Europa im gleichen Zeitraum 563 Unternehmen, davon die meisten in London. Somit bleibt ein wichtiger Exit-Kanal in Deutschland bis auf weiteres geschlossen. Eine Ursache dafür ist sicherlich

ein mangelndes Vertrauen potenzieller Investoren. Deshalb ist der Versuch der Bundesregierung zu begrüßen, im Rahmen des sog. 10-Punkte-Plans das Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte wieder herzustellen (vgl. Kapitel B.II.1.4).

Um das Angebot an Private Equity zu erhöhen, sollte eine hohe Transparenz der Branche für die (potenziellen) Investoren (insbesondere Banken, Versicherungen und Pensionsfonds) hergestellt werden. Zur Erhöhung der Transparenz des PE-Marktes wird in der Zukunft die Tatsache beitragen, dass nun auch PE-Fonds einer Prospektpflicht unterliegen (vgl. Kapitel B.II.1.1). Allerdings muss es den Investoren auch erlaubt sein, „ausreichend" in PE zu investieren. Die liberalen Vorschriften hinsichtlich der Anlagen für deutsche Pensionsfonds sind zu begrüßen. Allerdings ist anzumerken, dass die Pensionsfondsbranche in Deutschland im internationalen Vergleich sehr klein ist und bislang keinen nennenswerten Beitrag zu PE leisten konnte. Bei Versicherungsunternehmen bestehen in Deutschland relativ enge quantitative Beschränkungen für maximal mögliche Anlagen in PE; diese wurden jedoch in der Vergangenheit nicht ausgeschöpft. Eine erhebliche Einschränkung für die Anlagen von Pensionsfonds und Versicherungen stellt allerdings die Obergrenze von 10% in Bezug auf das Grundkapital des Portfolio-Unternehmens dar. Dadurch sind wesentliche Beteiligungen ausgeschlossen (vgl. Kapitel B.II.1.3).

E.II.3 Steuerrecht

E.II.3.1 Besteuerung der Veräußerungsgewinne

Die folgende Tabelle fasst die Besteuerung von Gewinnen, die bei der Veräußerung der Beteiligung an einem Portfolio-Unternehmen erzielt werden, zusammen. Dabei wird zwischen natürlichen Personen, die ihre Anteile im Privatvermögen halten, und Kapitalgesellschaften differenziert.

	Besteuerung von Veräußerungsgewinnen bei natürlichen Personen, die die Anteile im Privatvermögen halten	**Besteuerung von Veräußerungsgewinnen bei Kapitalgesellschaften**
Deutschland	• grundsätzlich nicht steuerbar • Ausnahme: hälftige Einkommensbesteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren, (1) wenn die Haltedauer weniger als ein Jahr	• grundsätzlich steuerfrei • 5% des Veräußerungsgewinns gelten als nichtabziehbare Betriebsausgaben und sind steuer-

	beträgt oder (2) wenn die Beteiligungsquote innerhalb der letzten fünf Jahre mind. 1% beträgt; Steuerbelastung: 0% - 22,16%	pflichtig • Steuerbelastung: 2%[71]
USA	• bei „kurzfristigen Veräußerungsgewinnen“: Steuerbelastung von 10% - 35% • bei „langfristigen Veräußerungsgewinnen“: Steuerbelastung von 5% bzw. 15%	• Steuerbelastung: 15% - 35%
Großbritannien	• Steuersatz: 10%, 20% oder 40% • Freibetrag von 8.200 £ (umgerechnet ca. 11.720 €) • Reduktion der Bemessungsgrundlage (Taper Relief) • steuerliche Anreize für Investitionen in Venture Capital Trusts	• Steuerbefreiung bei wesentlichen Beteiligungen (mind. 10%) • wenn keine wesentliche Beteiligung: Steuerbelastung: 0% - 30%
Niederlande	• bei wesentlichen Beteiligungen (mind. 5%): Steuerbelastung von 25% • bei nicht wesentlichen Beteiligungen: Steuerbelastung von 1,2% des Anteilswerts („Sollertragsteuer“), Vermögensfreibetrag von 19.252 €[72]	• Steuerbelastung: 29% bzw. 34,5% • wenn bestimmte Voraussetzungen zur Anwendung des Schachtelprivilegs erfüllt sind: steuerfrei
Schweden	• PE-Fonds ist eine Kapitalgesellschaft: Steuerbelastung von 30% • PE-Fonds ist eine Personengesellschaft: Steuerbelastung von 31,5% - 56,5%	• PE-Fonds ist eine Kapitalgesellschaft: Steuerbelastung von 28%; wenn bestimmte Voraussetzungen zur Anwendung des Schachtelprivilegs erfüllt sind: steuerfrei • PE-Fonds ist eine Personengesellschaft: Steuerbelastung von 28%

71 2% = 5% * (KSt*(1+SolZ) + GewSt – KSt*(1+SolZ)*GewSt) = 5% * (25%*1,055 + 18,5% – 25%*1,055*18,5%), bei Annahme eines Gewerbesteuerhebesatzes von 454%.

72 Ein weiterer Vermögensfreibetrag in Höhe von 51.390 € wird bei Investitionen in bestimmte Venture Capital Fonds gewährt.

Hält eine natürliche Person die Anteile im Privatvermögen, zeigt ein Vergleich der Steuerbelastungen der Veräußerungsgewinne in den verschiedenen Ländern folgendes:

- In den USA und Großbritannien sind Veräußerungsgewinne grundsätzlich steuerbar. Es existieren jedoch steuerliche Vergünstigungen, wie niedrigere Steuersätze für „langfristige Veräußerungsgewinne“ bzw. eine Reduktion der steuerpflichtigen Bemessungsgrundlage ab einer gewissen Haltedauer. Für eine Beurteilung, ob die Steuerbelastung in Deutschland höher oder niedriger ist, muss auf den Einzelfall abgestellt werden.
- In den Niederlanden wird bei wesentlichen Beteiligungen ein Steuersatz von 25% angewendet, der über dem in diesem Fall höchstens anzuwendenden deutschen Steuersatz von 22,16% liegt. Liegt keine wesentliche Beteiligung vor, kommt in den Niederlanden eine pauschale Ertragsbesteuerung („Sollertragsteuer“) zur Anwendung. Ob diese höher oder niedriger ist als die deutsche Steuerbelastung, hängt wiederum vom Einzelfall ab.
- In Schweden unterliegen Veräußerungsgewinne einem Steuersatz von 30% bzw. von 31,5%-56,5%. Die Steuerbelastung liegt somit über der deutschen Steuerbelastung von 0%-22,16%.

Ist eine Kapitalgesellschaft an einem Private-Equity-Fonds beteiligt, gelten für die Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung der Beteiligung an einem Portfolio-Unternehmen folgende Aussagen:

- In den USA liegt die Steuerbelastung bei 15% bis 35%; sie ist somit höher als die deutsche Besteuerung.
- In Großbritannien und den Niederlanden ist ein Schachtelprivileg vorgesehen. Sind die jeweiligen Voraussetzungen erfüllt, sind die Veräußerungsgewinne nahezu vollständig steuerbefreit wie in Deutschland. Eine grundsätzliche Steuerbefreiung wie in Deutschland ist in diesen Ländern nicht vorgesehen. Sind die Voraussetzungen zur Anwendung des Schachtelprivilegs nicht erfüllt, liegt die Steuerbelastung zwischen 0% und 30% (Großbritannien) bzw. bei 29% und 34,5% (Niederlande). Die deutsche Steuerbelastung ist somit geringer.
- In Schweden erfolgt eine Steuerbelastung von 28%. Ist der PE-Fonds allerdings eine Kapitalgesellschaft und sind die Voraussetzungen zur Anwendung des Schachtelprivilegs erfüllt, sind die Veräußerungsgewinne steuerfrei. Eine grundsätzliche Steuerbefreiung für Veräußerungsgewinne wie in Deutschland ist auch in Schweden nicht vorgesehen.

Zusammenfassend: Insgesamt ist die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen in Deutschland im internationalen Vergleich als eher niedrig anzusehen. Die grundsätzliche Steuerfreistellung privater Investoren in Deutschland bedeutet aufgrund der Ausnahmen eine

relative Benachteiligung für den Sektor des informellen Beteiligungskapitals (Business Angels), da dort die Engagements üblicherweise über der Wesentlichkeitsgrenze liegen.

E.II.3.2 Besteuerung des Carried Interest

Die folgende Tabelle fasst die Besteuerung des Carried Interest in den betrachteten Ländern zusammen.

	Besteuerung des Carried Interest
Deutschland	• Einordnung: Einkünfte aus selbständiger Tätigkeit • hälftige Steuerbefreiung (in Anlehnung an das Halbeinkünfteverfahren) • Steuerbelastung: 0%-22,16%
USA	• Einordnung: Kapitalgewinne • Steuerbelastung: 10%-35% bei „kurzfristigen Veräußerungsgewinnen“, 5% bzw. 15% bei „langfristigen Veräußerungsgewinnen“
Großbritannien	• Einordnung: Kapitalgewinne, wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind • Steuersatz: 10%, 20% bzw. 40% • Freibetrag von 8.200 £ (umgerechnet ca. 11.720 €) • Reduktion der Bemessungsgrundlage (Taper Relief) • Steuerbelastung bei einer Haltedauer von 2 Jahren: max. 10%[73] • wenn die Voraussetzungen für Kapitalgewinne nicht erfüllt sind: Steuerbelastung von 10% bis 40%
Niederlande	• Einordnung: Einkünfte aus Kapitalanlagen • bei wesentlichen Beteiligungen (mind. 5%): Steuerbelastung von 25% • bei nicht wesentlichen Beteiligungen: Steuerbelastung von 1,2% des Anteilswerts („Sollertragsteuer“), Vermögensfreibetrag von 19.252 €
Schweden	• PE-Fonds ist eine Kapitalgesellschaft: Steuerbelastung von 30% (Einordnung als Kapitaleinkünfte) bzw. Steuerbelastung von 56,5% (Einordnung als Erwerbseinkünfte, wenn die Voraussetzungen zur Umqualifizierung der Einkünfte nicht erfüllt sind) • PE-Fonds ist eine Personengesellschaft: Steuerbelastung je nach Sachverhalt 49,6%-68,7%

73 Der steuerpflichtige Anteil des Carried Interest nach Abzug des Taper Relief beträgt 25%, darauf wird der Spitzensteuersatz von 40% angewendet: 25% * 40% = 10%.

Die Einführung der Besteuerung des Carried Interest auf Ebene der Initiatoren eines vermögensverwaltenden PE-Fonds entsprechend dem Halbeinkünfteverfahren (durch das Gesetz zur Förderung von Wagniskapital vom 30. Juli 2004) stellt - aus Sicht der Steuerpflichtigen - im internationalen Vergleich eine sicherlich zufrieden stellende Lösung dar. Vor allem die hiermit verbundene Rechtssicherheit ist positiv zu beurteilen.

In anderen Ländern gehört der Carried Interest zu Kapitaleinkünften, Deutschland stellt hinsichtlich der Einkünftequalifikation eine Ausnahme dar.

E.II.3.3 Umsatzsteuerliche Behandlung der Management Fee

Mit dem BMF-Schreiben vom 23. Dezember 2003 wurde die umsatzsteuerliche Einordnung der Management Fee klargestellt. Wird die Management Fee als gewinnunabhängiges Sonderentgelt gezahlt, unterliegt sie der Umsatzsteuer. Wird sie dagegen als gewinnabhängige Vergütung gezahlt, ist sie im Rahmen der Umsatzsteuer nicht steuerbar. Bei entsprechender Gestaltung, d.h. Gewährung einer gewinnabhängigen Vergütung als Management Fee, kann somit die Belastung mit Umsatzsteuer vermieden werden. Hierin ist jedoch im internationalen Vergleich keine Besonderheit zu sehen, da auch in den anderen in die Untersuchung einbezogenen Ländern die Management Fee üblicherweise nicht der Umsatzsteuer unterliegt.

E.II.3.4 Verlustverrechnung

Die folgende Tabelle fasst die Regelungen zur Verlustverrechnung für Kapitalgesellschaften in den verschiedenen Ländern zusammen.

	Verlustverrechnung bei Kapitalgesellschaften
Deutschland	• Verlustrücktrag: 1 Jahr, bis 511.500 € • Verlustvortrag: bis 1 Mio. € unbegrenzt, darüber hinaus Verrechnung von bis zu 60% der verbleibenden Gewinne, 40% der Gewinne unterliegen Besteuerung; zeitlich unbegrenzt • Verlustabzug entfällt bei Übertragung von mehr als der Hälfte der Anteile und Zuführung von überwiegend neuem Betriebsvermögen
USA	• Verlustrücktrag: 2 Jahre • Verlustvortrag: 20 Jahre • besondere Regelungen für Kapitalverluste • Einschränkung des Verlustabzugs bei Eigentümerwechsel, bei zusätzlicher Änderung des Unternehmenszwecks oder eines wesentlichen Teils der Aktiva entfällt der Verlustabzug

Großbritannien	• Verlustverrechnung nur mit Gewinnen aus der gleichen Tätigkeit • Verlustrücktrag: 1 Jahr (nicht für Kapitalverluste) • Verlustvortrag: unbegrenzt • Einschränkung des Verlustabzugs bei wesentlichen Veränderungen der Eigentumsverhältnisse und Veränderung der Art des Gewerbes
Niederlande	• Verlustrücktrag: 3 Jahre • Verlustvortrag: unbegrenzt • Einschränkung des Verlustabzugs bei Eigentümerwechsel oder Betriebsaufgabe • Es gelten weitere Sonderregelungen
Schweden	• Verlustrücktrag: indirekt über Auflösung der Periodisierungsrücklage möglich • Verlustvortrag: unbegrenzt • Sonderregelungen für Veräußerungsverluste • Einschränkungen des Verlustabzugs bei Eigentümerwechsel

Der Vergleich der Regelungen zur Verlustverrechnung in den untersuchten Ländern führt zu folgendem Ergebnis:

- In allen untersuchten Ländern ist ein zeitlich begrenzter Verlustrücktrag möglich. Eine betragsmäßige Begrenzung existiert nur in Deutschland.
- Ein Verlustvortrag ist ebenfalls in allen untersuchten Ländern möglich. Dabei kann in Großbritannien, in den Niederlanden und in Schweden ein Verlustvortrag unbegrenzt vorgenommen werden. In den USA ist er zeitlich auf 20 Jahre begrenzt. Nur in Deutschland besteht aufgrund der Mindeststeuer eine Begrenzung des jährlichen Verlustvortrages.
- In allen untersuchten Ländern bestehen Regelungen, die die Verlustverrechnung bei einem Eigentümerwechsel einschränken.

Der auf ein Jahr und 511.500 € beschränkte Verlustrücktrag, sowie der lediglich bis zu einer Million € unbeschränkte, darüber hinaus nur zu 60% der verbleibenden Gewinne, mögliche Verlustvortrag stellt insbesondere Unternehmen in der Gründungsphase bzw. Unternehmen mit stark schwankenden Ergebnissen sowie Unternehmen mit begrenzter Laufzeit (z.B. Projektgesellschaften), Branchen mit hoher Kapitalintensität und Sanierungsfälle vor erhebliche Probleme. Die hieraus resultierenden negativen Zins- und Liquiditätseffekte beeinträchtigen die Investitionsbereitschaft solcher Unternehmen und erhöhen die Gefahr, dass es aufgrund von Liquiditätsengpässen zu einer Insolvenz kommt. Unternehmen in den USA, in Großbritannien, den Niederlanden und Schweden haben insoweit günstigere Bedingungen.

Werden mehr als die Hälfte der Anteile an einer Kapitalgesellschaft übertragen und wird überwiegend neues Betriebsvermögen zugeführt, entfällt in Deutschland auf Ebene der Kapitalgesellschaft der Verlustabzug. Private Equity-Gesellschaften übernehmen in der Regel Anteile oder Aktien für einen gewissen Zeitraum. Danach scheiden sie aus den Portfolio-Unternehmen aus und verkaufen ihre Anteile. Da Private Equity-Fonds oftmals über Mehrheitsbeteiligungen an Portfolio-Unternehmen verfügen, gehen bei einem Kauf bzw. Verkauf der Beteiligung mehr als die Hälfte der Anteile bzw. Aktien auf den Käufer über. Des Weiteren werden mit dem Kauf bzw. Verkauf der Beteligung häufig Kapitalerhöhungen durchgeführt, so dass auch eine Zuführung überwiegend neuen Betriebsvermögens oftmals vorliegt. Die Bedingungen des § 8 Abs. 4 KStG sind bei PE-Investitionen somit häufig erfüllt. Eine Ausnahme besteht nach einer Entscheidung des Bundesfinanzhofs[74] bei mittelbaren Anteilsübergängen, die jedoch in der PE-Branche keinen Regelfall darstellen (vgl. Kapitel B.II.2.5). Dies hat zur Folge, dass es insbesondere beim Erwerb oder Exit der Beteiligungen durch den PE-Fonds (wie bspw. bei Trade Sales oder Börsengängen) häufig zum Wegfall des Verlustvortrages der Portfolio-Unternehmen kommt. In den anderen untersuchten Ländern existieren jedoch auch Regelungen, die den Verlustabzug im Falle eines Eigentümerwechsels beschränken. In Großbritannien, den Niederlanden und in Schweden gibt es eine für die Eigentümer vorteilhaftere Regelung. Dort wird der Verlustabzug im Falle eines Eigentümerwechsels lediglich eingeschränkt. Er entfällt nicht vollständig wie in Deutschland. In den USA existiert eine für den Steuerpflichtigen nachteiligere Vorschrift als in Deutschland. Dort wird der Verlustabzug eingeschränkt, wenn ein Eigentümerwechsel vorliegt. Liegt zusätzlich noch eine Änderung des Unternehmenszwecks vor, so entfällt der Verlustabzug.

E.II.3.5 Gesellschafterfremdfinanzierung

Die folgende Tabelle fasst die Regelungen zur Gesellschafterfremdfinanzierung in den verschiedenen Ländern zusammen.

	Regelungen zur Gesellschafterfremdfinanzierung
Deutschland	• Umqualifizierung von Zinsen in verdeckte Gewinnausschüttungen • bei Beteiligung von mehr als 25% • und gewinn- oder umsatzabhängiger Verzinsung • oder bei festem Zinssatz, wenn FK:EK > 1,5:1 und Drittvergleich nicht möglich • Freigrenze: 250.000 €
USA	• Besteuerung von Zinsen als Dividenden • bei Beteiligung von mehr als 50%

74 Siehe BFH-Urteil vom 20.8.2003 (I R 61/01).

	• und FK:EK > 1,5:1 • und Zinsaufwand der Gesellschaft mehr als die Hälfte des steuerpflichtigen Einkommens
Großbritannien	• Besteuerung von Zinsen als Dividenden • bei Beteiligungen von mind. 75% • und Zinszahlung nicht dem Drittvergleich entsprechend • Verhältnis von FK:EK von 1:1 von der Finanzverwaltung anerkannt
Niederlande	• Einschränkung der Abzugsfähigkeit von Zinsen • bei Konzernmitgliedern und verbundenen Unternehmen (mind. 33,33% Beteiligung) • wenn FK:EK > 3:1 • und übersteigender Betrag mehr als 500.000 € (Freibetrag)
Schweden	• keine Einschränkung der Gesellschafterfremdfinanzierung

Der Vergleich der Regelungen zur Gesellschafterfremdfinanzierung in den untersuchten Ländern lässt sich wie folgt zusammenfassen:

- Neben Deutschland gibt es in den USA, in Großbritannien und den Niederlanden Regelungen, die die Gesellschafterfremdfinanzierung beschränken. In Schweden existiert keine solche Regelung.
- Die Einschränkung kommt zur Anwendung, wenn Gesellschafter ihrer Gesellschaft Darlehen gewähren. Voraussetzung ist eine bestimmte Mindestbeteiligung des Gesellschafters. Diese ist in Deutschland im Vergleich zu den übrigen untersuchten Ländern mit 25% am niedrigsten, der persönliche Anwendungsbereich der Vorschrift ist in Deutschland somit am größten.
- Sachliche Voraussetzung zur Anwendung der Vorschrift ist das Vorliegen einer übermäßigen Fremdfinanzierung. In den USA und den Niederlanden ist der sachliche Anwendungsbereich kleiner als in Deutschland. In den USA sind mehr Voraussetzungen zu erfüllen, damit eine übermäßige Fremdfinanzierung vorliegt, als in Deutschland, in den Niederlanden wird ein Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital von 3:1 noch anerkannt. Ob die britische Vorschrift einen weiteren oder engeren sachlichen Anwendungsbereich hat als die deutsche Vorschrift, muss anhand des Einzelfalls geprüft werden.
- In Deutschland ist das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital nur entscheidend, wenn eine gewinnunabhängige Vergütung für das Fremdkapital gewährt wird. Bei gewinnabhängigen Vergütungen erfolgt demgegenüber generell eine Einstufung der gezahlten Zinsen als verdeckte Gewinnausschüttung.

- Die Rechtsfolgen der Vorschrift sind in den untersuchten Ländern unterschiedlich. In den Niederlanden sind die Zinsen auf die übermäßige Fremdfinanzierung nicht abziehbar, in Deutschland, Großbritannien und den USA erfolgt eine Behandlung als verdeckte Gewinnausschüttung.

Die Einschränkung der Gesellschafterfremdfinanzierung in Deutschland benachteiligt vor allem risikoaverse Investoren. Für diese Investoren sind Mezzanine-Finanzierungen auf Grund des vorrangigen Anspruchs des Fremdkapitals gegenüber dem Eigenkapital eine interessante Alternative. Diese Finanzierungen können jedoch, insbesondere dann, wenn sie zumindest zum Teil eine gewinnabhängige Vergütung vorsehen, unter den Anwendungsbereich der Einschränkungen der Gesellschafterfremdfinanzierung fallen. In den anderen untersuchten Ländern existieren bis auf Schweden ebenfalls Regelungen, die die Gesellschafterfremdfinanzierung einschränken. Die deutsche Regelung weist jedoch einen größeren persönlichen Anwendungsbereich und (bis auf im Vergleich zu Großbritannien) auch einen größeren sachlichen Anwendungsbereich auf. Der Vergleich der Rechtsfolgen zeigt, dass es zwei verschiedene Vorgehensweisen gibt.

- Eine Möglichkeit ist, die Zinsen aus der Gesellschafterfremdfinanzierung auf Ebene der Gesellschaft als nicht abziehbare Betriebsausgaben zu behandeln. Das führt dazu, dass die Kapitalgesellschaft den Zinsaufwand versteuert, während der Anteilseigner die Zinsen ebenfalls versteuern muss. Bei der anderen Möglichkeit werden die Zinsen aus der Gesellschafterfremdfinanzierung als verdeckte Gewinnausschüttung behandelt. D.h. es erfolgt eine Besteuerung auf Ebene der Kapitalgesellschaft, auf Ebene des Anteilseigners werden die Zinsen in Dividenden umqualifiziert und als solche besteuert.

  Ein Vergleich dieser beiden Rechtsfolgen zeigt, dass die Vorteilhaftigkeit für den Steuerpflichtigen davon abhängt, wie Zinsen und Dividenden besteuert werden. Werden sie gleich behandelt, ist die Steuerbelastung bei beiden Rechtsfolgen gleich. Unterliegen Dividenden jedoch einer geringeren Steuerbelastung als Zinsen, ist es für den Steuerpflichtigen günstiger, wenn eine Umqualifizierung der Zinsen in Dividenden erfolgt und eine Behandlung der Zinsen aus der Gesellschafterfremdfinanzierung als verdeckte Gewinnausschüttung vorgenommen wird.

- In den Niederlanden werden die Zinsen auf die als übermäßig angesehene Fremdfinanzierung als nicht abziehbare Betriebsausgabe behandelt. Wenn eine Beteiligung von mindestens 5% vorliegt, was bei Anwendung der Vorschrift zur Gesellschafterfremdfinanzierung in der Regel gegeben ist, werden Dividenden begünstigt besteuert. D.h. der Steuerpflichtige wird dadurch stärker belastet, dass keine Umqualifizierung der nicht abzugsfähigen Zinsen in Dividenden erfolgt.

- In Großbritannien und den USA gelten - wie in Deutschland - die nichtabzugsfähigen Zinsen als verdeckte Gewinnausschüttung, d.h. es folgt eine Besteuerung auf Ebene der Gesellschaft, auf Ebene des Gesellschafters werden die Zinsen wie Dividenden besteu-

ert. Da in Deutschland Dividenden aufgrund des Halbeinkünfteverfahren zu 50% (bei natürlichen Personen) bzw. zu 95% (bei Kapitalgesellschaften) steuerfrei bleiben, während Zinsen in vollem Umfang steuerpflichtig sind, ist die Umqualifizierung der Zinsen aus der Gesellschafterfremdfinanzierung in verdeckte Gewinnausschüttungen im Vergleich zum alleinigen Abzugsverbot der Zinsen für den Steuerpflichtigen von Vorteil. Auch in Großbritannien und den USA werden Dividenden geringer besteuert als Zinsen, so dass auch dort die Rechtsfolge die für den Steuerpflichtigen vorteilhaftere ist.

Ein internationaler Vergleich der Rechtsfolgen zeigt, dass in den Niederlanden neben dem Zinsabzugsverbot keine Umqualifizierung erfolgt, d.h. dass es im Vergleich zur Umqualifizierung zu einer höheren Steuerbelastung kommt. In Deutschland, Großbritannien und den USA erfolgt eine Umqualifizierung der nichtabzugsfähigen Zinsen, diese Rechtfolge ist für den Steuerpflichtigen die bessere.

E.II.3.6 Zusammenfassung der steuerlichen Aspekte

Die Besteuerung der PE-Fonds, ihrer Investoren und Initiatoren in Deutschland ist im internationalen Vergleich als sehr günstig einzustufen. Als ungünstig sind die Verlustverrechnung und die Regelungen im Hinblick auf die Gesellschafterfremdfinanzierung zu bezeichnen.

Ein großes Problem stellen aus unserer Sicht allerdings die bestehenden Unsicherheiten dar. Da PE-Fonds in der Regel auf eine Laufzeit von 10-15 Jahren gegründet sind und ihre Investoren sowie Initiatoren dadurch langfristig gebunden sind, ist eine gewisse Vorhersagbarkeit der künftigen Rahmenbedingungen aus ihrer Sicht wünschenswert. Unsicherheiten führen dagegen dazu, dass wichtige Investitionen in anderen Ländern getätigt oder auf einen späteren Zeitpunkt verschoben werden.[75] Diese Unsicherheit betrifft vor allem die Einstufung eines neuen oder existierenden Fonds als vermögensverwaltend, die erst expost geprüft wird.

E.II.4 Sonstige Schwächen in Rahmenbedingungen

Aus Sicht der deutschen PE-Branche sind weitere Schwächen in den Rahmenbedingungen in Deutschland zu nennen. Diese wurden detailliert in Kapiteln A.III und C.II.3 diskutiert, so dass hier lediglich eine Auflistung erfolgt. Insbesondere sind folgende Punkte zu nennen:

1) Der niedrige Grad an kapitalgedeckter Altersvorsorge und die somit verbundenen geringen potenziellen Mittel für die PE-Branche

---

75 Hier muss allerdings angemerkt werden, dass auch in einigen anderen im Rahmen dieser Studie analysierten Ländern (bspw. Großbritannien oder Schweden) z.T. erhebliche Unklarheiten existieren.

2) Die verbleibenden bürokratischen Hemmnisse für Unternehmen
3) Ein verhältnismäßig starrer Arbeitsmarkt
4) Kulturelle und institutionelle Unterschiede (*zwei Beispiele*)
    a. Niedrige Akzeptanz der PE-Finanzierung durch die mittelständischen Unternehmen („Herr im Hause"-Mentalität)
    b. Kurze Geschichte der PE-Finanzierung, die mit vielen negativen Erfahrungen aus dem Zeitraum des Platzens der Technologieblase im Jahr 2000 verbunden ist
5) Verknappung des Angebots an PE seitens bedeutender Kapitalgeber aufgrund Basel II und Solvency II

Allerdings wurden bei einigen dieser Punkte in der letzten Zeit wesentliche Verbesserungen oder zumindest Vorschläge, die in die richtige Richtung zielen, auf den Weg gebracht. Hierzu gehören bspw. die Stärkung der zweiten und dritten Säule der Altersvorsorge sowie die Deregulierungsbemühungen im Hinblick auf den Arbeitsmarkt und die bürokratischen Hemmnisse für Unternehmen.

F Schlussfolgerungen für die Gestaltung der Rahmenbedingungen für PE in Deutschland

Private Equity bleibt in Deutschland ein relativ junges Finanzierungsinstrument, mit dem sich Unternehmen, Investoren, aber auch einige Fonds und ihre Manager erst richtig vertraut machen müssen. In der letzten Dekade kam es zu einer raschen Ausweitung des deutschen PE-Marktes, auf die allerdings ein ebenso rapider Schwund folgte, den einige der Marktteilnehmer nicht überlebten. Nach einer Periode übertriebener Erwartungen am Ende der 90er Jahre kam es anschließend zu einer Konsolidierung des Marktes. Seitdem haben es insbesondere junge innovative Unternehmen in Deutschland schwer, Kapital für die Umsetzung ihrer Ideen zu erhalten. Während im Bereich „Private Equity im engeren Sinne" - also größerer Deals in späteren Phasen - in den letzten Monaten zahlreiche Aktivitäten großer und renommierter, insbesondere angloamerikanischer Private Equity-Häuser zu verzeichnen waren,[76] ist eine deutliche Belebung des VC-Segments derzeit noch nicht in Sicht.

---

76 Nach dem European Venture Capital Journal vom 29.11.2004 waren Private Equity-Fonds im vergangenen Jahr an 40% aller M&A-Transaktionen in Deutschland entweder als Käufer oder als Verkäufer (oder beides) beteiligt. Europaweit wurden nach Berechnungen von Bureau van Dijk (vgl. Handelsblatt, 10.12.2004) die fünf größten Deals des ersten Halbjahres 2004 alles deutsche Unternehmen, die von amerikanischen PE-Fonds aufgekauft wurden.

Die erfolgte Marktbereinigung kann jedoch auch als positiv betrachtet werden, weil sie wichtige Lernprozesse bei den Marktteilnehmern eingeleitet hat und somit möglicherweise zu einer Qualitätssteigerung bei der Auswahl, Betreuung und Kontrolle der Portfolio-Unternehmen durch die PE-Fonds in Deutschland beitrug.

Unsere Vorschläge für die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland, die im Folgenden vorgestellt werden, zielen im Wesentlichen auf die Beseitigung der verbleibenden Schwächen, die im vorangegangenen Kapitel zusammengefasst worden sind. Zuerst werden einige allgemeine Punkte diskutiert, die für die PE-Branche von großer Bedeutung sind. Ihnen folgen dann mehr PE-spezifische Themen.

Die Rahmenbedingungen, die für den PE-Markt von Bedeutung sind, stellen einen sehr breiten Komplex dar. Die steuerrechtlichen Aspekte, auf die sich die Forderungen der PE-Branche in Deutschland konzentrieren, umfassen hierbei nur einen kleinen Teil der Bestimmungsfaktoren der Nachfrage- und Angebotseite. Eine Reihe weiterer Punkte wurde in dem Bericht auf der Basis vorhandener Literatur aufgezeigt und diskutiert. Es handelte sich bspw. um verschiedene Aspekte des Kapitalmarktes, der Regulierung, der Rentenfinanzierung, der institutionellen Umgebung, des Arbeitsmarktes, der öffentlichen Programme sowie der kulturellen und institutionellen Unterschiede. Der Bericht konzentriert sich – in Übereinstimmung mit der Projektvergabe – auf steuerrechtliche, aufsichtsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Aspekte.

Unsere Empfehlungen basieren einerseits auf einer umfassenden und detaillierten Recherche der vorhandenen Literatur und andererseits auf der Analyse der Bedingungen auf den Märkten, die bei PE-Investitionen am erfolgreichsten sind. In einigen Punkten, auf die wir hingewiesen haben, stellen sich die deutschen Rahmenbedingungen als wesentlich unvorteilhafter als die der anderen Länder dar. Vor diesem Hintergrund sind auch die Forderungen der Branche nach einer vergleichbaren Behandlung verständlich und keineswegs unbegründet. Insgesamt konnten zehn Bereiche identifiziert werden, die für die Entwicklung des PE-Marktes in Deutschland bedeutend sein können und die im internationalen Vergleich Schwächen aufzeigen:

1. Kapitalmarkt

Die Kapitalmärkte generell und insbesondere der IPO-Markt sind aus mehreren Gründen für die PE-Branche von enormer Bedeutung. In der zweiten Hälfte der 90er Jahre eröffnete der Neue Markt für PE-Fonds in Deutschland einen viel versprechenden Exit-Kanal für die Veräußerung ihrer Portfolio-Unternehmen. Dieses Segment existiert seit 2003 nicht mehr und es gibt bisher keine vergleichbare Alternative.

Unsere Empfehlungen:

– Eine kostengünstige paneuropäische Börse für wachstumsstarke Unternehmen sollte im Rahmen der Kapitalmarktintegration in Europa angestrebt werden. Jedoch ist die Rolle

der Wirtschaftspolitik hier eher beschränkt, da solche Aktivitäten größtenteils auf privaten Initiativen beruhen.

- Der weitere Ausbau des deutschen Kapitalmarktes sollte unterstützt werden.
- Maßnahmen zur Erhöhung des Vertrauens der Anleger und der Transparenz des Kapitalmarktes sollten weiter implementiert werden.

2. Rentenfinanzierung

Länder mit breit verankerten Strukturen kapitalgedeckter Rentenfinanzierung haben i.d.R. auch entwickelte PE-Märkte. Diese Tatsache und auch viele empirische Studien zeigen, dass ein Teil der Anlagen, die im Rahmen der Altersvorsorge getätigt werden, auch dem PE-Markt zugute kommt. Insbesondere Pensionsfonds gehören in vielen Ländern zu den größten Kapitalgebern der PE-Branche.

Unsere Empfehlung:

- Der Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge sollte weiter vorangetrieben werden, um das Kapitalreservoir für die PE-Branche aufzustocken.

3. Arbeitsmarkt

Ein relativ hohes Lohnniveau und ein breites soziales Netz in Deutschland bieten wenig Anreize für Existenzgründungen. Ferner sind hierzulande die Inflexibilitäten am Arbeitsmarkt, bspw. in Bezug auf den Kündigungsschutz, relativ stark ausgeprägt.

Unsere Empfehlungen:

- Die Deregulierung und die Reduzierung diverser Sozialleistungen während der letzten Jahre sind aus Sicht der PE-Branche als positive Entwicklungen zu beurteilen und sollen weiter verfolgt werden.
- Zu begrüßen ist auch, dass eine Reihe von Maßnahmen bspw. im Kündigungsrecht getroffen wurden, die die Beschäftigung in kleinen Unternehmen fördern sollen, wie es in einigen Ländern (bspw. den USA durch den Small Business Act) schon länger der Fall ist. Zu überlegen ist, ob junge Wachstumsunternehmen nicht noch weitere Erleichterungen erhalten sollen. Allerdings sind hier die Eingriffsmöglichkeiten der Wirtschaftspolitik eingeschränkt, da nur ein Teil des Arbeitnehmerschutzes durch den Gesetzgeber initiiert wird. Große Teile des Regulierungsrahmens werden nämlich durch die Tarifparteien ausgehandelt und flächendeckend umgesetzt.

4. Deregulierung / Entbürokratisierung

Der Kosten- und Zeitaufwand für eine Unternehmensgründung und Registrierung ist in Deutschland vergleichsweise hoch.

Unsere Empfehlung:

– Der Abbau von „bürokratischen Hemmnissen“ sollte weiter fortgesetzt werden.

5. Anlagegrenzen für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds

Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds sind wichtige institutionelle Anleger, die einen Teil ihres Portfolios auch in PE-Anlagen investieren. Ihre Regulierung stellt somit eine wichtige Determinante für die Höhe und die Struktur des PE-Aufkommens dar. Deutschland hat in den letzten Jahren seine restriktive Politik in dieser Hinsicht liberalisiert.

Unsere Empfehlungen:

– Die quantitativen Grenzen (als Prozentsatz des gebundenen Vermögens) für die Anlagen der Versicherungen sollten weiter liberalisiert (ggf. abgeschafft) werden.

– Die Beschränkung der Anlagen für Pensionsfonds und Versicherungen auf 10% des Grundkapitals des Zielunternehmens behindert das Eingehen wesentlicher Beteiligungen. Diese Grenze sollte daher erweitert (ggf. abgeschafft) werden.

6. Vermögensverwaltung vs. Gewerblichkeit

Die einkommensteuerliche Behandlung von Private Equity-Fonds wird im BMF-Schreiben vom 16. Dezember 2003 geregelt. Wichtigster Regelungsgegenstand des Schreibens ist die steuerliche Einordnung der Tätigkeit dieser Fonds als private Vermögensverwaltung oder als Gewerbebetrieb. Nach Auffassung der Finanzverwaltung ist nach dem „Gesamtbild der Tätigkeiten“ immer dann von einer privaten Vermögensverwaltung durch den Fonds auszugehen, wenn bestimmte Kriterien erfüllt sind. Besonders kritisch sind die Kriterien „keine kurzfristige Beteiligung“ und „kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfolio-Gesellschaften“. Allerdings sind die Einzelkriterien im Zusammenhang zu würdigen.

Beim ersten Kriterium „keine kurzfristige Beteiligung“ ist insbesondere auf die Beteiligung eines weiteren PE-Fonds an dem Portfolio-Unternehmen (sog. Syndizierung) hinzuweisen. Diese kann u.U. als Veräußerung seitens des ursprünglichen Fonds angesehen werden und zur Gewerblichkeit dieses Fonds führen. Nach dem zweiten Kriterium „kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfolio-Gesellschaften“ darf sich der Fonds nicht am aktiven Management der Portfolio-Unternehmen beteiligen. Eine intensive Betreuung der Portfolio-Unternehmen gehört jedoch zu einer zentralen Aufgabe der PE-Fonds (insbesondere im VC-Bereich).

Unsere Empfehlungen:

– Syndizierung sollte nicht zur Einordnung als gewerbliche Tätigkeit führen.

– Die Beratungs- und Betreuungsleistungen der PE-Fonds spielen eine zentrale Rolle für den Erfolg der Investition und sollten nicht zur Gewerblichkeit führen.

– Zu überlegen wäre, das o.g. BMF-Schreiben durch ein Gesetz zu ersetzen, um eine höhere Sicherheit herzustellen (vgl. auch Punkt 10).

7. Verlustverrechnung

Die Bereitschaft zur Selbständigkeit wird im Vergleich zur unselbständigen Tätigkeit durch das hohe unternehmerische Einkommensrisiko gehemmt. Um zu einer Risikoübernahme zu ermutigen bzw. um diese nicht zu diskriminieren, darf die Besteuerung nicht nur einseitig an den Erträgen teilhaben. Aus unserer Sicht ist eine Verrechnung von Verlusten und Gewinnen im Rahmen eines Verlustvortrages und Verlustrücktrags ökonomisch sinnvoll und steuersystematisch begründbar. Nach dem objektiven Nettoprinzip sollten auch die während der frühen Finanzierungsphasen anfallenden Verluste sowohl bei der Einkommen- und Körperschaftsteuer als auch bei der Gewerbesteuer verrechnet werden können. Einige Autoren bezeichnen die Neuregelung der Mindestbesteuerung nach dem sog. Korb II-Gesetz sogar als verfassungswidrig.

Die bestehenden Verlustausgleichsbeschränkungen (insbesondere die Neuregelung der Mindestbesteuerung) sind insbesondere für Sanierungsfälle, Neugründungen, für Unternehmen mit stark schwankenden Ergebnissen, hoher Kapitalintensität und für Unternehmen mit begrenzter Laufzeit (z.B. Projektgesellschaften) mit erheblichen Liquiditätsproblemen verbunden. Durch die bestehenden Regelungen wird die PE-Branche insofern benachteiligt, weil gerade diese Gruppen von Unternehmen diejenigen sind, die vorrangig das Ziel von PE-Investitionen sind.

Ein weitere Einschänkung der Verlustverrechnungsmöglichkeiten ergibt sich daraus, dass beim (Ver-)Kauf eines Portfoliounternehmens unter Umständen der bei diesem Unternehmen bestehende Verlustabzug entfällt (§ 8 Abs. 4 KStG), was diese Unternehmen für potenzielle Investoren unattraktiv macht. Insbesondere wenn Mehrheitsbeteiligungen eingegangen und Kapitalerhöhungen durchgeführt werden – was bei Private Equity-Transaktionen häufig der Fall ist – kommt es bei unmittelbaren Anteilsübergängen zum Wegfall des Verlustvortrags. Andere Länder haben zwar auch Regelungen, die Verlustverrechnungsmöglichkeiten bei derartigen Transaktionen einschränken. Bei drei der vier untersuchten Länder handelt es sich allerdings hierbei nur um eine Einschränkung und nicht um einen kompletten Wegfall des Verlustabzugs wie in Deutschland.

Unsere Empfehlungen:

– Der Staat muss als stiller Teilhaber auch an den Verlusten partizipieren und ausreichende Möglichkeiten für den steuerlichen Ausgleich sowie Vor- und Rücktrag von Verlusten sicherstellen. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ist ein sofortiger Verlustausgleich zu beanspruchen. Dies führt zu der Forderung, dass soweit ein Verlustrücktrag nicht möglich ist, ein verzinslicher Verlustvortrag zu gewähren ist. Für Verlustverrechnungen, die hinter diesen Kriterien zurück bleiben, können keine betriebswirtschaftli-

chen Argumente angeführt werden, d.h. Einschränkungen lassen sich nur unter Hinweis auf haushaltspolitische Restriktionen begründen. Inwieweit derartige Restriktionen bestehen, kann von uns nicht konkretisiert werden. Vielmehr ist dies die Aufgabe des Gesetzgebers selbst.

– Als Maßnahme zur Begünstigung sowohl kurzfristig als auch langfristig orientierter Investoren empfehlen wir, dass die Verlustvorträge bei Portfolio-Unternehmen mit dem Kauf oder Verkauf nicht verloren gehen sollten, d.h. die Einschränkungen des Verlustvortrags nach § 8 Abs. 4 KStG sollten auf Missbrauchsfälle begrenzt werden.

8. Gesellschafter-Fremdfinanzierung

Der vor kurzem geänderte § 8a KStG beschränkt die Gesellschafterfremdfinanzierung, indem Zinsen auf bestimmte Gesellschafterdarlehen als verdeckte Gewinnausschüttungen behandelt werden. Diese Regelung betrifft gemischte Finanzierungsformen, insbesondere wenn sie zumindest zum Teil eine gewinnabhängige Vergütung vorsehen. Gemischte Finanzierungsformen werden von PE-Fonds häufig eingesetzt, um den vorrangigen Anspruch des Fremdkapitals gegenüber dem Eigenkapital zu nutzen. Der Vergleich der Vorschrift des § 8a KStG mit den Vorschriften anderer Länder zeigt Folgendes:

Die deutsche Regelung weist im Vergleich zu den anderen untersuchten Ländern einen größeren persönlichen Anwendungsbereich auf.

Der sachliche Anwendungsbereich der Vorschrift ist in Deutschland im Vergleich zu den anderen untersuchten Ländern verhältnismäßig groß. Zudem führt die Einstufung als übermäßige Fremdfinanzierung bei gewinn- oder umsatzabhängiger Verzinsung ohne safe haven dazu, dass hybride Finanzierungsformen (Mezzanine-Finanzierungen) grundsätzlich als verdeckte Gewinnausschüttung zu behandeln sind, wenn sie von einem wesentlich beteiligten Anteilseigner oder einer ihm nahe stehenden Person durchgeführt werden. Der Vergleich mit den anderen untersuchten Ländern zeigt, dass diese keine generelle Anwendung der Beschränkung der Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen vorsehen, wenn gewinn- oder umsatzabhängige Vergütungen vorliegen.

Die Rechtsfolge der Umqualifizierung der Vergütungen in verdeckte Gewinnausschüttungen ist im Vergleich zum alleinigen Abzugsverbot der Vergütungen auf Ebene der Kapitalgesellschaft als für den Steuerpflichtigen vorteilhaft anzusehen.

Unsere Empfehlungen:

– Die Beschränkung der Gesellschafter-Fremdfinanzierung durch § 8a KStG sollte entschärft werden.

– Aus wettbewerbspolitischer Sicht ist zu empfehlen, die Beteiligungsgrenze, ab der die Gesellschafterfremdfinanzierung zur Anwendung kommt, zu erhöhen (Verkleinerung des persönlichen Anwendungsbereichs).

- Aus wettbewerbspolitischer Sicht ist auch eine Verkleinerung des sachlichen Anwendungsbereichs beispielsweise durch Anhebung des Verhältnisses von Eigen- zu Fremdkapital oder Ersetzen der Freigrenze durch einen Freibetrag zu empfehlen.
- Die Einführung eines safe haven auch für gewinn- und umsatzabhängige Vergütungen würde die Nutzung hybrider Finanzinstrumente ermöglichen und die Finanzierungssituation der Portfolio-Unternehmen verbessern.
- Die Umqualifizierung der Vergütungen in verdeckte Gewinnausschüttungen sollte nicht durch das allgemeine Abzugsverbot ersetzt werden.

9. Gleichstellung von Business Angels

Business Angels, die aus ihrem Privatvermögen eine Finanzierung vornehmen, sind im Vergleich zu privaten Investoren, die sich desgleichen an einem vermögensverwaltenden Fonds beteiligen, in den meisten Fällen durch die Wesentlichkeitsgrenze von 1% benachteiligt. Diese wird von Business Angels viel leichter überschritten, was (auch bei einem langfristigen Halten der Beteiligung) zur Steuerpflicht der Veräußerungsgewinne führt. Dagegen wird die Wesentlichkeitsgrenze bei privaten Investoren, die sich an einem vermögensverwaltenden Fonds beteiligen, aufgrund der Bruchteilsrechnung in den meisten Fällen nicht erreicht. Die in § 17 EStG enthaltene Regelung hat Auswirkungen auf die Kapitalallokation. Sie führt dazu, dass weniger Kapital dem informellen und mehr dem formellen Beteiligungsmarkt zufließt, indem es Investoren aus steuerlichen Gründen bevorzugen, sich über (vermögensverwaltende) Fonds anstatt direkt an Unternehmen zu beteiligen. Dies hat weitgehende Konsequenzen für die Struktur des Angebots an Beteiligungskapital im Hinblick auf verschiedene Phasen der Unternehmensentwicklung. Da eine Business Angel-Finanzierung (die insbesondere während der Start-up- und Seed-Phase eine wichtige Rolle spielen kann) im Vergleich zu einer PE-Finanzierung über Fonds (die in der Regel insbesondere auf spätere Phase fokussiert ist) durch die o.g. Regelung generell teurer wird, kommt es zu einer Verschiebung von Frühphasen- zu Spätphasenfinanzierung innerhalb der Volkswirtschaft.

Unsere Empfehlung:

- Eine Finanzierung durch den formellen PE-Markt sollte gegenüber einer direkten Unternehmensfinanzierung durch informelles Kapital (Business Angels) nicht begünstigt werden. Die Ungleichbehandlung sollte aus unserer Sicht vermieden werden und es sollte, innerhalb des geltenden Rechts, eine Gleichstellung beider Fälle angestrebt werden.

10. UBGG

Der Erfolg der amerikanischen Limited Partnership spricht dafür, dass diese Form für PE-Finanzierung geeignet ist. Auch die existierende Literatur belegt, dass die Limited Partnership eine sehr effiziente Corporate-Governance-Struktur darstellt, die geeignete Anreiz-

strukturen für die Initiatoren schafft (vgl. Gompers und Lerner (1996, 1999a, 2001)). Die Fonds in Form von Limited Partnerships (oder von GmbH & Co.KG in Deutschland) haben, wie die gesetzlich regulierten Formen (bspw. die deutsche UBG, der britische VCT oder die französische FCPR), eine Reihe von Auflagen, die sie erfüllen müssen. Der wichtige Unterschied zwischen diesen beiden Formen ist allerdings, dass bei Limited Partnerships diese Auflagen nicht per Gesetz festgelegt werden, sondern das Ergebnis freier vertraglicher Vereinbarungen zwischen den Investoren und dem Fonds darstellen. Die Literatur zeigt, dass diese Auflagen bei Limited Partnerships variieren, und zwar v.a. in Abhängigkeit von der Situation des Angebots und der Nachfrage auf dem Private Equity-Markt sowie vom Typ des Fonds. Wenn inflexible Regelungen per Gesetz auferlegt werden, führt das zu Ineffizienzen (vgl. Cumming (2003)).

In Deutschland besteht mit der vermögensverwaltenden GmbH & Co.KG eine Form, die mit der amerikanischen Limited Partnership vergleichbar ist. Es ist die am weitesten verbreitete Struktur in Deutschland, während es nur sehr wenige größere UBGs gibt. Die einzige bedeutende steuerliche Vergünstigung für die UBG besteht in der Gewerbesteuerbefreiung, die unter Erfüllung bestimmter Kriterien (vgl. BMF-Schreiben vom 16. Dezember 2003) auch für eine GmbH & Co.KG zu erreichen ist. Die wesentlichen Unterschiede zwischen den beiden Formen (neben den bereits genannten gesetzlichen vs. vertraglichen Auflagen) bestehen in

1) einer regelmäßigen Prüfung des Statutes von GmbH & Co.KG (Vermögensverwaltung vs. Gewerblichkeit), während diese Überprüfung bei den UBGs nur einmal mit der Anerkennung zur UBG erfolgt;

2) keiner Mindestkapitalanforderung bei der GmbH & Co.KG, während diese bei einer UBG 1 Mio. € beträgt;

3) einer Haftungsbeschränkung, Flexibilität und steuerlicher Transparenz bei einer GmbH & Co.KG; bei der UBG hängt es davon ab, in welcher Form sie geführt wird.

Hinsichtlich des UBGGs stehen drei Alternativen zur Diskussion.

1) Keine Änderung

Das UBGG bleibt in seiner jetzigen Form bestehen und die UBGs werden weiterhin keine bedeutende Rolle spielen. Nach Verbesserungen, die in den letzten Monaten im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von GmbH & Co.KG eingetreten sind, könnte sogar die Bedeutung der UBG weiter zurückfallen.

2) Gestaltung einer UBG als Instrument der Wirtschaftspolitik zur Förderung von bestimmten Typen von Investitionen

Das UBGG wird geändert und die UBGs bekommen mehr steuerliche Anreize. Dies sollte dann erfolgen, wenn folgende zwei Bedingungen erfüllt sind:

a. Es zeigt sich, dass es Marktlücken gibt, die durch die privaten Private Equity-Fonds nicht abgedeckt werden können, bspw. im Venture Capital-Bereich. (Wenn diese Bedingung nicht erfüllt wäre, würde es durch den staatlichen Eingriff zur Verzerrung des Wettbewerbs und zur Senkung der Effizienz auf dem PE-Markt kommen.)

b. Die Kosten (bestehend aus steuerlichen Vergünstigungen direkt und aus einer Wettbewerbsverzerrung indirekt) dürfen nicht höher als der Nutzen ausfallen.

In diesem Fall sollten allerdings die Anlagekriterien so formuliert werden, dass die Investitionen solcher Fonds dort und nur dort fließen, wo die Marktlücke erkannt wurde. So sollte insbesondere die maximale Größe (oder das Alter) des Unternehmens festgelegt werden, um bspw. nur Frühphasenfinanzierung zu fördern. Es würde nur wenig Sinn machen, bzw. sogar wettbewerbsverzerrend wirken, wenn subventionierte Gelder in Unternehmen, die für private Fonds auch interessant sind, fließen würden. Ferner sollten die finanzierten Unternehmen überwiegend in Deutschland tätig sein, damit deutsche Steuerzahler nicht PE-Investitionen in anderen Ländern subventionieren.

3) Erweiterung des UBGG in Richtung eines PE-Gesetzes

Das UBGG wird erweitert, so dass diese Struktur zur Grundform im PE-Markt wird. Verglichen mit der jetzigen Form der vermögensverwaltenden GmbH & Co.KG sollten die UBGs allerdings keine weiteren steuerlichen Vergünstigungen erhalten, da die jetzige Behandlung von Fonds, Investoren und Initiatoren im internationalen Vergleich günstig ist. Die Förderung des PE-Marktes erfolgt stattdessen durch bestehende oder ggf. neue öffentliche Programme. Die engen Anforderungen des jetzigen UBGGs insbesondere im Hinblick auf die zulässigen Investitionsinstrumente, Anlagegrenzen für außereuropäische Unternehmen sowie Minderheitsbeteiligungen sollten erweitert, ggf. abgeschafft werden. Das

UBGG sollte auch auf ausländische Formen anwendbar sein, da ausländische Fonds weitaus mehr Kapital im deutschen Markt als deutsche Fonds investieren. Für bestehende UBGs müsste eine Übergangsregelung erarbeitet werden (bspw. im Hinblick auf § 32 GmbHG).

Diskussion der Alternativen:

Um die mit den neuen steuerlichen Anreizen für UBGs verbundenen Steuerausfälle zu vermeiden und eine höhere Effizienz der staatlichen Förderung zu gewährleisten, verlangt Alternative 2 zunächst eine detaillierte Untersuchung der Kosten und Auswirkungen öffentlicher Förderprogramme im PE-Bereich und deren Neugestaltung. Dies wäre eine langfristigere Aufgabe und es stellt sich die Frage, wie sich umfassende Änderungen, bzw. auch Kürzungen bestehender Förderprogramme politisch durchsetzen lassen. Daher konzentrieren wir uns nun auf die Diskussion der Alternativen 1 und 3.

Die verbleibenden Schwächen der Rahmenbedingungen, die in dem BMF-Schreiben vom 16. Dezember 2003 noch ungeklärt bleiben bzw. sogar neu aufgeworfen werden, wurden bereits detailliert diskutiert. Aus unserer Sicht ergibt sich in einigen Punkten, die ebenfalls bereits genannt worden sind, ein eindeutiger Handlungsbedarf, um mehr Sicherheit, eine bessere Vorhersagbarkeit und ein günstigeres Klima für PE-Fonds zu gewährleisten.

Falls das UBGG auch in der Zukunft in der jetzigen Form beibehalten wird (siehe Alternative 1), sollten entweder Anpassungen an den bestehenden Gesetzen und Verwaltungsanweisungen i.S. der oben gegebenen Empfehlungen vorgenommen werden oder ein neues PE-Gesetz, das diese Anlagen umfassend regelt und das den oben formulierten Anforderungen so weit wie möglich entspricht, verabschiedet werden. Als Alternative eines komplett neuen Gesetzes würde es sich anbieten, das bestehende UBGG zu erweitern, wie es in der Alternative 3 vorgeschlagen wird.

Verzeichnisse

A Private Equity

A.I Literaturverzeichnis

Acs, Z. J. und D. B. Audretsch (1994), New-firm startups, technology, and macro-economic fluctuations, Small Business Economics, 6, S. 439-449.

Addison, J. T. und J. Grosso (1998), Job security and employment: a comparative analysis, in: Addison, John T. und Paul J. J. Welfens (Hrsg.), Labor Markets and social security, S. 75-90.

Admati, A. R. und P. Pfleiderer (1994), Robust financial contracting and the role of venture capitalists, The Journal of Finance, XLIX: 2, S. 371-402.

Allen & Overy (2003), French Tax Report, http://www.allenovery.com.

Almus, M. und S. Prantl (2001), Die Auswirkungen öffentlicher Gründungsförderung auf das Überleben und Wachstum junger Unternehmen, ZEW Discussion Paper No. 01-03, Mannheim.

Amicorp (2003), http://www.amicorp.com/web/amicorp.com/amicorp.nsf/files/ Documents_English_Sweden.pdf/$file/Sweden.pdf?OpenElement.

Assemblée nationale (2004), Rapport fait au nom de la Commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi de finances pour 2005 (n° 1800), Tome II, 3e partie, http://www.assemblee-nat.fr/12/pdf/rapports/R1863-t2-03.pdf.

Autorité des marchés financiers (AMF) (2004), Livre IV – Produits d'épargne collective, http://www.amf-france.org.

BaFin (2004), Jahresbericht 2003, www.bafin.de.

BaFin (2004a), In 2002/2003 zugelassene Pensionsfonds, www.bafin.de.

Baker Tilly International (Hrsg.) (2003), Doing business in Sweden, http://www.bakertillyinternational.com/ul/UserDownloads/DoingBusinessinSweden2003_04.pdf.

Bascha, A. und U. Walz (2001). Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance, Journal of Corporate Finance 7(3), S. 285-306.

Baums, T. und R. Kiem (2003), Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, Working paper Nr. 118, Institut für Bankrecht, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main.

Baygan, G. (2003), Venture Capital Policy Review: United Kingdom, STI Working Paper 2003/1, OECD.

Baygan, G. (2003a), Venture Capital Policy Review: Sweden, STI Working Paper 2003/11, OECD.

Baygan, G. und M. Freudenberg (2000), The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy, STI Working Paper 2000/7, OECD.

BDI (2004), Die Steuerbelastung der Unternehmen in Deutschland, http://www.bdi-online.de/reddot/abt_steuer_haushaltspolitik_dateien/Studie_Die_Steuerbelastung der Unternehmen_in_Deutschland.pdf.

Berkowitz, D., K. Pistor und J. Richard (2003), Economic development, legality, and the transplant effect, European Economic Review 47, S. 165-195.

Björkeson, E., C. Bökwall und M. Nyman (2001), Swedish private equity: legal and tax developments, http://www.altassets.com.

Björkeson, E., V. Sandberg, P. Sjögren und P. Utterström (2004), Sweden, International Tax Review – World Tax 2005, http://www.legalmediagroup.com/internationaltaxreview/.

Black, B. S. und R. J. Gilson (1998). "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stockmarkets", Journal of Financial Economics 47, S. 243-277.

BMF (2004), BMF-Online vom 21.06.2004.

Börsen-Zeitung, 17.9.2004, Dresdner Bank bereinigt Private Equity-Portfolio.

Börsen-Zeitung, 21.9.2004, Private Equity bekommt keinen Fuß ins Pensionsgeschäft.

Brander, J., R. Amit und W. Antweiler (2002), Venture Capital Syndication: Improved Venture Selection versus Value-Added Hypothesis, Journal of Economics and Management Strategy 11(3), S. 423-452.

Bünning, M. (2002), Germany: Emerging Administrative Principles on the Taxation of Venture Capital and Private Equity, intertax, S. 236-245.

Bünning, M. (2002a), Steuerliche Aspekte der Beteiligung von Inländern an ausländischen Venture Capital und Private Equity Fonds, Finanz-Rundschau 2002, S. 982.

Bygrave, W. D. und J. Timmons (1992), Venture Capital at the Crossroads, Harvard Business School Press, Boston, MA.

BVCA (1987), Statement and Guidelines from 26 May 1987.

BVK (1999), BVK Statistik 1998, Berlin.

BVK (2000), BVK Statistik 1999, Berlin.

BVK (2001), BVK Statistik 2000, Berlin.

BVK (2002), BVK Statistik 2001, Berlin.

BVK (2003), BVK Statistik 2002, Berlin.

BVK (2004), BVK Statistik 2003, Berlin.

BVK (2004a), IPO-Umfrage: IPO-Markt 2004 – Einschätzung der aktuellen Börsensituation aus Sicht der deutschen Beteiligungsgesellschaften im ersten Quartal 2004, Berlin.

BVK (2004b), Pressemitteilung vom 18.06.2004.

BVK (2004c), Fundraising 2004 – Einschätzung der aktuellen Fundraising-Situation deutscher Private Equity-Gesellschaften.

BVK (2004d), Venture Capital in den USA.

Casamatta, C. und C. Haritchabalet (2003), Learning and Syndication in Venture Capital Investments, Discussion Paper 3867, CEPR.

Cullen, J. B. und R.H. Gordon (2002), Taxes and Entrepreneurial Activity: Theory and Evidence for the U.S., NBER Working Paper No. W9015.

Cumming, D. J. (2003), The Structure, Governance and Performance of UK Venture Capital Trusts, Journal of Corporate Law Studies 3(2), S. 191-217.

Cumming, D. J. und J. G. MacIntosh (2001), Venture Capital Investment Duration in Canada and the United States, Journal of Multinational Financial Management 11, S. 445-463.

Cumming, D. J. und J. G. MacIntosh (2003b), A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits, Journal of Banking and Finance 27(3), S. 511-548.

Cumming, D. und U. Walz (2004), Private Equity Returns and Disclosure Around the World, University of Alberta und Universität Frankfurt.

Czarnitzki, D. (2002), Research and Development: Financial Constraints and the Role of Public Funding for Small and Medium-sized Enterprises, ZEW Discussion Paper No. 02-74, Mannheim.

Darby, M. R. und L. G. Zucker (2002), Going Public When You Can in Biotechnology, Working Paper 8954, NBER.

Da Rin, M., G. Nicodano und A. Sembenelli (2004), Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets, Universität Torino.

Davis, P. E. (1998), Regulation of pension fund assets, erschienen in: Organisation for Economic Co-operation and Development: Institutional investors in the new financial landscape, Paris, S. 365-399.

De Lignie, M. und F. Feyten (2002), Taxation in the Benelux countries, http://www.loyensloeff.com.

Deloitte (2004), Private Equity Survey Q1/2004.

Djankov , S., R. La Porta, F. Lopez de Silanes und A. Shleifer (2002), Courts: The Lex Mundi Project World Bank , Tuck School of Business at Dartmouth , Yale School of Management und Harvard University.

Dötsch, E. und A. Pung (2004), Gesellschafter-Fremdfinanzierung: Das Einführungsschreiben zu § 8a KStG vom 15.7.2004, Der Betrieb, S. 1683 – 1691.

Dubini, P. (1988), The influence of motivation and environment on business start-ups: Some hints for public policies, Journal of Business Venturing, 4, S. 11-26.

Engel, D. (2002), Zur Rolle von Beteiligungskapitalgebern in ihren Portfoliounternehmen: Eine ökonometrische Analyse, ZEW Discussion Paper No. 02-58.

Engel, D., M. Meitner, G. Metzger, T. Tykvová und P. Westerheide (2004), Beteiligungskapital im Mittelstand: Perspektiven in NRW, NRW BANK Düsseldorf, Download unter http://www.lbnrw.de/index/1,1061,116353,00.html.

Ernst&Young (2002), Steuern Transparent, Blick über die Grenze: Steuern in Großbritannien, http://www.ey.com/global/download.nsf/Germany/STH_Blick_ueber_die_Grenze_Grossbritannien/$file/Grossbritannien.pdf.

Ernst&Young (2002a), Steuern in den USA,
http://www.ey.com/global/download.nsf/Germany/STH_Blick_ueber_die_Grenze_USA/$file/STEUERN_IN_DEN_USA.pdf.

Ernst&Young (2004), German Private Equity Activity July 2002 – June 2004.

Europäische Kommission (1998), Risk Capital: A key to job creation in the European Union, Communication of the European Commission, Internet document.

European Venture Capital Journal, 29.11.2004, Good times for German funds?

EVCA (2004), EVCA Yearbook.

EVCA (2004a), Benchmarking European Tax and Legal Environments 2004, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_91_att_588.pdf.

Fanselow, K. und H. R. Stedler (1994), UBGG-Novelle eröffnet neue Marktchancen, Die Bank 12/94.

Finance Act (2004/2005), http://www.legislation.hmso.gov.uk/acts/acts2004/20040012.htm.

Fock, T. (2005), Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften – UBGG, Recht und Steuern des Kapitalbeteiligungsgeschäfts, Verlag C. H. Beck München, erscheint demnächst.

Gerke, W. (1995), Hindernisse und Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen und Unternehmensgründer beim Zugang zum deutschen und internationalen Kapitalmarkt im Vergleich zu ausgewählten EU-Ländern, ZEW Abschlußbericht, Forschungsauftrag 24/95, Mannheim.

GETAS (1989), Die deutschen als Europäer - Teilergebnisse aus ACE - Anticipating Change of Europe und Getas Report, Hamburg.

Gladenbeck, M. und G. Rohleder (2004), Mezzanine – Nachrangdarlehen und ihre spezifischen Anforderungen, Sparkasse 8/2004, S. 370-373.

Gocksch, S. (2004), Besteuerung inländischer Private Equity Fonds, Eul Verlag Lohmar-Köln, Diss.

Gompers, P. A. (1995), Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital, Journal of Finance, 50, S. 1461-1489.

Gompers, P.A. und J. Lerner (1996), The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Capital Partnership Agreements, Journal of Law & Economics 39, S. 463-498.

Gompers, P. A. und J. Lerner (1999), What Drives Venture Capital Fundraising?, Working Paper 6906, NBER.

Gompers, P.A. und J. Lerner (1999a), The Venture Capital Cycle, Cambridge: MIT Press.

Gompers, P.A. und J. Lerner (2001), The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth, Cambridge: Harvard Business School Press.

Greenwood, J. and B. D. Smith (1997), Financial markets in development, and the development of financial markets, Journal of Economic Dynamics and Control, 21:1, S. 145-181.

Grimm, E. (1985), Wertewandel - Konsumwandel, Teil 1, Planung und Analyse, 12: 9, S. 392-396.

Güthoff, J. (2004), Gesellschaftsrecht in Großbritannien.

Hamilton (2004), Further opportunities for Swedish insurance companies to invest in private equity, http://www.altassets.com/casefor/countries/2004/nz5771.php.

Handelsblatt, 25.8.2004, Beteiligungsbranche droht Dürreperiode.

Handelsblatt, 7.9.2004, Investmentbanken haken das IPO-Jahr ab.

Handelsblatt, 27.10.2004, KfW fördert Technologiefirmen.

Handelsblatt, 11.10.2004, Regierung legt Fonds für junge Betriebe auf.

Handelsblatt, 10.12.2004, Hebt den Schatz.

Herzig, N. und S. Gocksch (2002), Die steuerliche Behandlung von Übergewinnanteilen für Sponsoren inländischer Private Equity-Fonds, Der Betrieb, S. 600-607.

Hofland, D. und M. Jakobsen (2001), Supreme Court Extends Scope of Netherlands Participation Exemption, International Bureau of Fiscal Documentation, Amsterdam.

Inland Revenue (2002), IR 169 – Venture Capital Trusts (VCTs) – A brief guide, http://www.inlandrevenue.gov.uk/pdfs/ir169.pdf.

Inland Revenue (2004), http://www.inlandrevenue.gov.uk/.

IRS (2004), http://www.irs.gov/individuals/page/0,,id%3D79193,00.html.

ISIS (2004), A closer look at investing in VCTs, http://www.isisam.com/uploadfiles/vct_guide.pdf.

Jeng, L. A. und P. C. Wells (2000), The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, Journal of Corporate Finance 6, S. 241-289.

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes und A. Shleifer (2000), Tunnelling, NBER Working Paper 7523.

Kayser, J. und J. Steinmüller (2004), Die Besteuerung von Investmentfonds ab 2004, Finanz-Rundschau 2004, S. 137-146.

Kessler, W., K. Eicker und R. Obser (2004), Die Gesellschafter-Fremdfinanzierung im Lichte der Kapitalverkehrsfreiheit, Internationales Steuerrecht, S. 325-329.

European Tax Handbook (2004), International Bureau of Fiscal Documentation, Kesti, J. (Hrsg.), Amsterdam.

Keuschnigg, C. und S. B. Nielsen (2003), Tax Policy, Venture Capital and Entrepreneurship, Journal of Public Economics 87, S. 175-203.

Kokalj, L., G. Pfaffenholz und P. Moog (2003), Neue Tendenzen in der Mittelstandsfinanzierung, Schriften zur Mittelstandsforschung 78 N.F., Wiesbaden.

Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) (2003), Eigenkapital für den ‚breiten' Mittelstand, Neue Wege und Instrumente, Abschlussbericht der AG „Eigenkapital für den breiten Mittelstand", Frankfurt am Main. Download unter www.kfw.de/DE/Research/Sonderthem68/Eigenkapit34/Eigenkapital_fuer_den_breiten_Mittelstand.pdf

Kulicke, M. (1987), Technologieorientierte Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland: Eine empirische Untersuchung der Strukturbildungs- und Wachstumsphase von Neugründungen, Frankfurt.

Kulicke, M. und U. Wupperfeld (1996), Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen, Technik, Wirtschaft und Politik – Schriftenreihe des Fraunhofer-Instituts für Systemtechnik und Innovationsforschung (ISI), Bd. 22, Heidelberg.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes und A. Shleifer (1998), Law and Finance, Journal of Political Economy, 106, 1998, S. 1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes und A. Shleifer (2002), Investor Protection and Corporate Valuation, Journal of Finance, Vol. 57, S. 1147-1170.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. Vishny (1997), Legal Determinants of External Finance, Journal of Finance, Vol. 52, S. 1131-1150.

Lang, J. and J. Englisch (2005), Zur Verfassungswidrigkeit der neuen Mindestbesteuerung, StuW 1, S. 3-24.

Lazear, E .P. (1990), Job security provisions and employment, Quarterly Journal of Economics, 105, S. 699-726.

Leopold, G., H. Frommann und T. Kühr (2003), Private Equity – Venture Capital: Eigenkapital für innovative Unternehmen, 2. Auflage, Verlag Vahlen.

Lerner, J. (1994), Venture Capitalists and the Decision to Go Public, Journal of Financial Economics 35, S. 293-316.

Lerner, J. (1999), The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program, Journal of Business, Vol. 72, No. 3, S. 285-318.

Lessat, V., J. Hemer, T. Eckerle, M. Kulicke, G. Licht, E. Nerlinger, F. Steil und M. Steiger (1999), Beteiligungskapital und technologieorientierte Unternehmensgründungen. Markt - Finanzierung - Rahmenbedingungen, Wiesbaden.

Levin, J. (1998), Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions, New York.

Levine, R. (1997), Financial development and economic growth: Views and agenda, Journal of Economic Literature, 35, S. 688-726.

Lorenz, C. (2001), Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2001 auf die Gestaltung von Venture-Capital-Fonds, Deutsches Steuerrecht, S. 821-825.

Ljungqvist A. und M. P. Richardson (2003), The Investment Behavior of Private Equity Fund Managers, New York University and New York University, working paper.

M&A International (2004), http://www.m-a-international.de/Pressemitteilung_1Hlbj_2003_dt.pdf.

Mayer, C., K. Schoors und Y. Yafeh (2004), Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK, Working paper, SSRN.

Mennel, A. und J. Förster (2004), Steuern in Europa, Amerika und Asien, Herne/Berlin, Loseblattsammlung, Stand: April 2004, 53. Ergänzungslieferung.

Milhaupt, C. (1997), The market for innovation in the United States and Japan: venture capital and the comparative governance debate, Northwestern University Law 91, S. 865-898.

Mittelstandsmonitor (2004), Jährlicher Bericht zu Konjunktur- und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, Herausgegeben von Creditform, KFW, ZEW u.a., Frankfurt/Mannheim 2004.

Mohler, P. P. (1989), Der Deutschen Stolz: Das Grundgesetz - Ergebnisse einer deutsch-britischen Umfrage, Informationsdienst Soziale Indikatoren, 2, S. 1-4.

MOU (2003), Memorandum of Understanding zwischen der BVCA und der Inland Revenue vom 25.07.2003, http://www.inlandrevenue.gov.uk/shareschemes/bvca_and_fb2003_managers.pdf.

Mückl, N. (2003), Besteuerung von Capital Gains in Deutschland, Frankreich und Großbritannien.

Nerlinger, E. (1998), Standorte und Entwicklung junger innovativer Unternehmen: Empirische Ergebnisse für West-Deutschland, Dissertation eingereicht an der Universität Lüneburg, Mannheim, in: ZEW-Wirtschaftsanalysen, Band 27, Nomos-Verlag, Baden-Baden.

Nuernberger, E. und D. Pelzer (2003), Gesellschafterfremdfinanzierung einer US-Tochtergesellschaft – Geplante Änderungen der earnings stripping rules – Reform der IRC Sec. 163(j), IWB, USA, Fach 8, Gruppe 2, S. 1245-1254.

Normann, G. and D. J. Mitchell (2000), Pension Reform in Sweden: Lessons for American Policymakers, The Heritage Foundation, http://www.heritage.org/Research/SocialSecurity/bg1381.cfm.

Onvista (2004), http://laender.onvista.de/.

Pfirrmann, O., U. Wupperfeld und J. Lerner (1997), Venture capital and new technology based firms: An US-German comparison, Physica Verlag, Heidelberg.

Pinkernell, R. (2001), Einkünftezurechnung bei Personengesellschaften, Berlin, zugleich Dissertation Köln.

P+P Pöllath + Partner (2004), Carry-Gesetz, Mitteilung an die Mandanten.

Poterba, J. (1989), Venture capital and capital gains taxation, in: L. Summers (Hrsg.), Tax Policy and the Economy, Cambridge: MIT Press.

PricewaterhouseCoopers (2004), Global Private Equity 2004, http://www.wrm-gmbh.de/download/cms1084611126_0_gpe_2004.pdf.

PricewaterhouseCoopers (2004a), Taxation planning for Principals, http://www.pwcglobal.com/images/gx/eng/fs/im/073003_1.pdf.

Rajan, R. und L. Zingales (1998), Financial dependence and growth, American Economic Review 88, S. 559-586.

Reimer, M. (2001), Die steuerliche Erfassung privater Veräußerungsgewinne.

Rodin, A. (2003), Steuerliche Aspekte bei der Strukturierung von Private Equity- und Venture-Capital-Fonds, in: Jugel, S. (Hrsg.), Private Equity Investments: Praxis des Beteiligungsmanagements, Gabler Wiesbaden, S. 43-66.

Rodin, A., U. Bärenz und A. Veith (2004), Einkommensteuerliche Behandlung von Venture Capital und Private Equity Fonds – Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung vom Gewerbebetrieb, Der Betrieb, S. 103-110.

Rodin, A. und A. Veith (2001), Zur Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und gewerblicher Tätigkeit bei Private Equity-Pools, Der Betrieb, S. 883-887.

SBA (2001), Is the SBIC Program Right for You?, http://www.sba.gov/INV/rightforyou.pdf.

SBA (2004), Small Business Investment Companies (SBIC) Program, http://www.sba.gov/INV.

SBA (2004a), www.sba.gov/INV/howtoseek.html.

Schefczyk, M. (2000), Finanzieren mit Venture Capital, Schäffer Poeschel Verlag Stuttgart.

Schefczyk, M. und C. Peterson (2002), Venture Capital-Fonds: Vermögensverwaltung oder Gewerbebetrieb?, Betriebsberater, S. 805-811.

Schertler, A. (2001), Venture-Capital-Investitionen in Deutschland: Welche Rolle spielten staatliche Fördermaßnahmen? Die Weltwirtschaft (1), S. 99–115.

Schröder, M. und T. Tykvová (2002), Riester-Rente: Ein Schub Für den deutschen Venture Capital-Markt?, Finanzbetrieb 4, S. 128-134.

Schwienbacher, A. (2001), Innovation and Venture Capital Exits, University of Namur.

Sénat (2004), Projet de loi de finances pour 2005: Les conditions générales de l'équilibre financier, Article 21, http://www.senat.fr/rap/l04-074-21-1/l04-074-21-133.html.

SJ Berwin (2003), Enterprise Capital Funds – The UK's SBIC, http://www.sjberwin.com/media/pdf/publications/privateequity/capitalfunds.pdf.

SJ Berwin (2004), Finance Act 2003 - Impact on Carried Interest in Private Equity Funds.

SJ Berwin (2004a), Limited Liability Partnerships: Uses in Venture Capital Structures.

Small Business Service (2004), Pathfinder Enterprise Capital Funds – Draft Guidance for applicants, http://www.sbs.gov.uk.

Sohbi, H. (2003), Corporate Governance von Private Equity-Fonds in Deutschland, in: Jugel, S. (Hrsg.), Private Equity Investments: Praxis des Beteiligungsmanagements, Gabler Wiesbaden, S. 219-236.

Staebler, M. (2004), An Overview of the Small Business Investment Company Program, http://www.pepperlaw.com.

Storey, D. J. und B. Tether (1996), Review of the empirical knowledge and an assessment of statistical data on the economic importance of new technology-based firms in Europe, Warwick Research Institute, Coventry.

Stoschek, U. und P. Protzen (2001), Gewinne aus Private Equity-Fonds als nicht steuerbare Vermögensmehrungen – insbesondere zur Besteuerung von Beteiligungsveräußerungen, Finanzrundschau, S. 816-829.

Sunderman, M. (2004), Thin Capitalization Rules Introduced, International Bureau of Fiscal Documentation, http://www.freshfields.com/practice/tax/publications/pdfs/KM80922.pdf.

Süß, S. (2003), Private Equity und Steuern – quo vadis?, Venture Capital Magazin 12/2003, S. 14-15.

Taxaway (2004), www.taxaway.com.

Tipke, K. (2003), Die Steuerrechtsordnung, Bd. II, 2. Auflage.

Tykvová, T. (2003), Is the Behavior of German Venture Capitalists Different? Evidence from the Neuer Markt, ZEW Discussion Paper No. 03-44.

Van Campen, M. und T. Mitchell (2003), Private Equity: The Netherlands, Private Equity Handbook 2003/04, http://www.practicallaw.com.

Veith, A. (2003), Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft - Strukturalternative zur Vermeidung der Gewerbesteuer für Private Equity Fonds?, Der Betrieb, S. 1191-1195.

Venture Economics (1988), Exiting Venture Capital Investments, Needham.

Vogel, K. und M. Lehner (2003), Doppelbesteuerungsabkommen der Bundesrepublik Deutschland auf dem Gebiet der Steuern vom Einkommen und Vermögen, Kommentar auf der Grundlage der Musterabkommen, Verlag C.H.Beck München.

Walz, U. (2004), Börsengänge, Börsenentwicklung und Venture Capital, Beitrag für das 34. Wirtschaftswissenschaftliche Seminar Ottobeuren, 12.-15. September 2004.

Watrin, C. und S. Gocksch (2002), Problembereiche der Besteuerung inländischer Private Equity-Fonds, Der Betrieb, S. 341-345.

Weber, C. und M. Dierkes (2002), Risikokapitalgeber in Deutschland; Strukturmerkmale, Entscheidungskriterien, Selbstverständnis, Edition Sigma, Berlin.

Weitnauer, W. (2001), Rahmenbedingungen und Gestaltung von Private Equity Fonds, Finanzbetrieb, S. 258-271.

Weltbank (2004), Doing Business in 2005: Removing Obstacles to Growth.

Wiese, G.T. und T. Klass (2004), Einkommensteuerliche Behandlung von Private Equity und Venture Capital Fonds – Anmerkungen zum BMF-Schreiben vom 16.12.2003, Finanz-Rundschau, S. 324-334.

Wirtschaftsblatt online, 7.10.2004, Londoner AIM will paneuropäische Small Caps-Plattform werden.

Wurgler, J. (2000), Financial markets and the allocation of capital, Journal of Financial Economics 58, S. 187-214.

Zschiegner, H. (2002), Das Einkommensteuerrecht der USA (III), Internationale Wirtschafts-Briefe, Fach 8, USA, Gruppe 2, S. 1195-1224.

A.II Gesetze / Verordnungen

2., 3. und 4.Finanzmarktförderungsgesetz

Abgabenordnung (AO)

Aktiengesetz (AktG)

Anlageverordnung (AnlV)

Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)

Börsengesetz (BörsG)

Gesetz über das Kreditwesen (KWG)

Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)

Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG)

Gesetz zur Förderung von Wagniskapital

Gewerbesteuergesetz (GewStG)

GmbH-Gesetz (GmbHG)

Handelsgesetzbuch (HGB)

Investmentgesetz (InvG)

Investmentsteuergesetz (InvStG)

Körperschaftsteuergesetz (KStG)

Pensionsfonds-Kapitalanlagenverordnung

Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002

Steuervergünstigungsabbaugesetz

Umsatzsteuergesetz (UstG)

Verkaufsprospektgesetz (VerkProsG)

Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)

Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EGV)

A.III Gesetzesmaterialien

BT-Drs. 15/3336:
Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss)
a) zu dem Gesetzentwurf der Fraktionen SPD und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN – Drucksache 15/3189 – Entwurf eines Gesetzes zur Förderung von Wagniskapital
b) zu dem Gesetzentwurf des Bundesrates – Drucksache 15/1405 – Entwurf eines Gesetzes zur Besteuerung von Wagniskapitalgesellschaften

Empfehlung der Europäischen Kommission vom 6. Mai 2003 (Official Journal L124, 20.03.2003)

A.IV Richtlinien

Dritte Kapitaladäquanz-Richtlinie der EU (Capital Adequacy Directive, CAD III), vorgelegt am 14.7.2004 von der EU-Kommission

Richtlinie 2001/34/EG über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere veröffentlichenden Informationen

A.V Verwaltungsanweisungen

BMF-Schreiben vom 29.4.1994, BStBl 1994 I, S. 282

BMF-Schreiben vom 15.12.1994, BStBl 1995 I, S. 25

BMF-Schreiben vom 8.6.1999, BStBl 1999 I, S. 592

BMF: (Entwurf vom 28.11.2001) Entwurf eines BMF-Schreibens – Einkommensteuerliche Behandlung von Venture Capital Fonds und Private Equity Fonds: Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung vom Gewerbebetrieb

BMF-Schreiben vom 16.12.2003, BStBl 2004 I, S. 40

BMF-Schreiben vom 23.12.2003, BStBl 2004 I, S. 240

BMF-Schreiben vom 15.7.2004, BStBl 2004 I, S. 593

BMF-Schreiben vom 5.1.2005, BStBl 2005 I, S. 298

Verfügung der OFD München/Nürnberg vom 15.10.2004 – S 2241 – 55 St 41/42 / S 2241 – 328/St 31, DB 2005, S. 77.

A.VI Rechtsprechungen

BFH-Urteil vom 14.12.1978, BStB1 1979 II, S. 188

BFH-Urteil vom 11.8.1999, BStBl 2000 II, S. 229

BFH-Urteil vom 9.5.2000, BStBl 2000 II, S. 686

BFH-Urteil vom 6.6.2002, BStBl 2003 II, S. 36

BFH-Urteil vom 20.8.2003 (I R 61/01)
BFH-Beschluss vom 6.11.2003, BFH/NV 2005, S. 102
BFH-Urteil vom 6.10.2004, BFH/NV 2005, S. 129
BGH-Urteil vom 27.9.1999, HFR 2000, S. 528
EuGH-Urteil vom 12.12.2002, EuGHE 2002, S. 11779

Zweiter Teil

REITs

Mitglieder des Projektteams:

ZEW

Matthias Meitner

Anne Schäfer

Dr. Peter Westerheide

ebs Department of Real Estate

Martin Becker

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

Jun.-Prof. Dr. Ramon Sotelo

Dr. Arno Väth

Danksagung

Für hilfreiche Informationen, Diskussionen und die Unterstützung durch die Bereitstellung von Daten danken wir

Vincent Agulhon, Partner, Jones Day, Paris, Frankreich

Dr. Georg Allendorf, Geschäftsführer DB Real Estate Spezial Invest, Eschborn

Jorrit Arissen, Researcher, European Public Real Estate Association, Schiphol Airport, Niederlande

Matthias Barthauer, Research, Jones Lang LaSalle GmbH

Dr. Heiko Beck, Chefsyndicus/ Bankdirektor, Leiter Bereich Recht und Produktsteuern, DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt am Main

Bernhard Berg, Vorsitzender der Geschäftsführung, AMB Generali Immobilien GmbH, Köln

Dr. Wilhelm Breuer, Prokurist/ Leiter Investor Relations, IVG Immobilien AG, Bonn

Dr. Hans-Michael Brey, Generalsekretär, Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V., Berlin

Nicholas Brooke BBS, JP, FRICS/ FHKIS/ RPS, Chairman, PPS Professional Property Services Group, Hong Kong

Dr. Beate Dörschmidt, Prokuristin, Abteilung Produktsteuern, DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt am Main

Klaus Droste, Managing Director, Global Corporate Finance, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

Klaus Elmendorff, Director, Global Corporate Finance, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

Ingeborg Esser, Wirtschaftsprüferin/ Steuerberaterin, Mitglied der Geschäftsführung, GdW Bundesverband deutscher Wohnungsunternehmen, Berlin

Roland Fabian, Rechtsanwalt/ Fachanwalt für Steuerrecht, Linklaters Oppenhoff & Rädler, Berlin

Hans-Jürgen A. Feyerabend, Rechtsanwalt/Steuerberater, KPMG, Partner Financial Services - Tax

Karl Friedrichs, Rechtsanwalt, Steuerberater, Senior Manager, Ernst & Young AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main

Dr. Matthias Geurts, Rechtsanwalt, Tax Group, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

Fraser Hughes, Research Director, EPRA European Public Real Estate Association, Schiphol Airport, Niederlande

Dr. Tobias Just, Sector Research/ Real Estate Markets, Deutsche Bank AG/ DB Research, Frankfurt am Main

Hanna Kaleva, Director Research Services, KTI Finland - KTI Property Information ltd; KTI Institute for Real Estate Economics, Helsinki, Finnland

Arno Kempf, Partner, Bereich Financial Services, PwC Deutsche Revision Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main

Markus Königstein, Prokurist/Abteilungsleiter Portfoliomanagement Immobilien, R+V Versicherungsgruppe, Wiesbaden

Dr. Ulrich Krüger, Leiter der Abteilung Kapitalanlagen, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Berlin

Carolyn Lane, Director, Research and Communications, Canadian Institut of Public and Real Estate Companies

Andreas Lehner, Vorsitzender des Vorstandes, Deutsche Wohnen AG, Mainz

Stefan Leibold, Bankhaus Ellwanger & Geiger

Dr. Hartmut Leser, Geschäftsführender Gesellschafter, FERI Institutional Management GmbH, Bad Homburg

Dr. Christian Lieberknecht, Mitglied der Geschäftsführung, GdW Bundesverband deutscher Wohnungsunternehmen, Berlin

Stefan Loipfinger, Journalistenbüro Loipfinger

Prof. Glenn Mueller, Ph.D., Loveland Commercial Endowed Chair of Real Estate, Colorado State University, Fort Collins, CO, USA

Patrick Nass, Bankhaus Ellwanger & Geiger

Oliver Puhl, Executive Director, Morgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main

Dr. Knut Riesmeier, Geschäftsführer, MEAG ERGO AssetManagement GmbH, München

Matthias Roche, Rechtsanwalt, Steuerberater, Partner, Ernst & Young AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main

Michael Schneider, Leiter Fondsmanagement Individuelle Immobilienfonds, Deka Immobilien Investment GmbH, Frankfurt am Main

Dr. Florian Schultz, Partner, Linklaters Oppenhoff & Rädler, Frankfurt am Main

Gunnar Simon, Universität Leipzig

Prof. Dr. Christoph Spengel, Professur für betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Universität Gießen und ZEW

Prof. Dr. Matthias Thomas MRICS, Geschäftsführender Gesellschafter, Deutsche Immobilien Datenbank GmbH, Wiesbaden

Dr. Hans Volkert Volckens, Fachanwalt für Steuerrecht/ Steuerberater, Beiten Burkhardt Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, München

Carsten Wendt, Forschungsbereich Unternehmensbesteuerung und Öffentliche Finanzwirtschaft, ZEW

Roland Wijs, Tax Lawyer, Representative/ Private Equity Team, Loyens & Loeff, Amsterdam, Niederlande

Oliver Wuertenberger, Analyst, Morgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main

Dr. Edgar Zoller, Leiter Geschäftsbereich Real Estate Structures Products, HVB Hypovereinsbank AG

Inhaltsverzeichnis

Kurzfassung I

A Grundlagen 1

A.I Begriffsbestimmung und Definition 1

A.II Internationalisierung von REITs 1

A.III Methodische Vorbemerkungen 2

A.IV Erläuterungen zu den verwendeten Performance-Kennzahlen 4

B Internationaler Vergleich 6

B.I USA 6

B.I.1 Entstehungsgeschichte 6

B.I.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen 8

B.I.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen 13

B.I.4 Besonderheiten des US-REIT-Regimes 17

B.I.5 Eckdaten und Performance des US-Marktes 19

B.II Kanada 28

B.II.1 Entstehungsgeschichte 28

B.II.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen 29

B.II.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen 32

B.II.4 Eckdaten und Performance 35

B.III Australien 39

B.III.1 Entstehungsgeschichte 39

B.III.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen 39

B.III.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen 41

B.III.4 Eckdaten und Performance 43

B.IV Japan 47

B.IV.1 Entstehungsgeschichte 47

B.IV.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen 48

B.IV.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen 50

B.IV.4 Eckdaten und Performance ... 53

B.V NIEDERLANDE ... 57

B.V.1 Entstehungsgeschichte ... 57

B.V.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen ... 57

B.V.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen ... 59

B.V.4 Eckdaten und Performance ... 61

B.VI BELGIEN ... 66

B.VI.1 Entstehungsgeschichte ... 66

B.VI.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen ... 66

B.VI.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen ... 68

B.VI.4 Eckdaten und Performance ... 71

B.VII FRANKREICH ... 75

B.VII.1 Entstehungsgeschichte ... 75

B.VII.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen ... 75

B.VII.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen ... 78

B.VII.4 Eckdaten und Performance Frankreich ... 83

B.VIII ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE DES INTERNATIONALEN VERGLEICHS ... 87

C Der deutsche Immobilienanlagemarkt ... 91

C.I ALLGEMEINE MARKTSTRUKTUR UND ENTWICKLUNGSTRENDS ... 91

C.I.1 Anlegerstruktur und Anlegerziele ... 93

C.I.1.1 Trends bei den Anlageprodukten in der Vergangenheit ... 93

C.I.1.2 Aktuelle Anlageziele inländischer Investoren ... 93

C.I.1.3 Aktuelle Ziele ausländischer Investoren ... 94

C.I.2 Erwartete Entwicklungstrends ... 94

C.II VERGLEICH DER REITS MIT DEN ETABLIERTEN ANLAGEVEHIKELN IM DEUTSCHEN IMMOBILIENMARKT ... 95

C.II.1 Immobilienaktiengesellschaften ... 95

C.II.1.1 Marktentwicklung ... 95

C.II.1.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen ... 96

C.II.1.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen ... 98

C.II.1.4 Eckdaten und Performance ... 99

C.II.2 Offene Immobilienfonds 103
C.II.2.1 Marktentwicklung 103
C.II.2.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen 103
C.II.2.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen 109
C.II.2.4 Eckdaten und Performance 110
C.II.3 Geschlossene Immobilienfonds 114
C.II.3.1 Marktentwicklung 114
C.II.3.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen 114
C.II.3.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen 116
C.II.3.4 Eckdaten und Performance 118

C.III VERGLEICH DER ERTRAGSBESTEUERUNG OFFENER UND GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS MIT IMMOBILIENAKTIENGESELLSCHAFTEN 120

C.IV PERFORMANCEVERGLEICH DER ANLAGEARTEN IM DEUTSCHEN IMMOBILIENMARKT MIT ANDEREN ASSETKLASSEN 122

C.V FAZIT: VOR- UND NACHTEILE VON REITS GEGENÜBER ETABLIERTEN ANLAGEFORMEN IM DEUTSCHEN IMMOBILIENMARKT 125
C.V.1 Gegenüberstellung der REITs mit den Immobilien-AGs 125
C.V.2 Gegenüberstellung der REITS mit den Geschlossenen Immobilienfonds 125
C.V.3 Gegenüberstellung der REITs mit den Offenen Immobilienfonds 126

C.VI FAZIT: POSITIONIERUNG EINES DEUTSCHEN REIT PENDANTS AUS ANLEGERSICHT 127

D Best-Practice: Empfehlung für Deutschland 129

D.I GESELLSCHAFTSRECHTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN 129
D.I.1 Rechtsformwahl 129
D.I.2 Mindestkapital 130
D.I.3 Börsennotierung 131
D.I.4 Eigentümerstruktur und Streubesitz 133
D.I.5 Management 135
D.I.6 Einkommens- und Anlagevorschriften 135
D.I.7 Fremdkapitaleinsatz 137
D.I.8 Ausschüttungsvorschriften 137
D.I.9 Rückgabemodalitäten und Anteilswertermittlung 139

D.I.10 Publizitätspflichten ... 140
D.I.11 Kontrolle des REIT-Status/Aufsicht ... 141
D.I.12 Sanktionen bei Verlust des REIT-Status ... 142
D.I.13 Schnittstellenregulierung: Sinnvoll erscheinende flankierende Ergänzungen im Versicherungsaufsichtsgesetz und Investmentgesetz ... 143

D.II BESTEUERUNG ... 145
D.II.1 Grundsätzliche Überlegungen ... 145
D.II.2 Besondere Problembereiche ... 147
D.II.2.1 Qualifizierung von REIT-Erträgen als Kapitaleinkünfte in Verbindung mit Steuerfreistellung auf Gesellschaftsebene ... 147
D.II.2.2 Sale and Lease Back-Geschäfte ... 149
D.II.2.3 Anwendbarkeit der EU-Fusionsrichtlinie zur Vermeidung der Aufdeckung von stillen Reserven ... 151
D.II.3 Empfehlungen ... 152
D.II.3.1 Laufende Besteuerung ... 152
D.II.3.2 Besteuerung bei Rechtsformumwandlung und Einbringung von Immobilien in einen REIT ... 162

E Einschätzung des Marktpotenzials für REITs in Deutschland ... 166

E.I ALLGEMEINE EINSCHÄTZUNG AUF BASIS DES ZEW-FINANZMARKTTESTS ... 166

E.II EINSCHÄTZUNG DES POTENZIALS FÜR EINZELNE SEKTOREN ... 168
E.II.1 Anlagepotenzial Private Haushalte ... 168
E.II.2 Marktpotenzial aus der Versicherungswirtschaft ... 170
E.II.3 Marktpotenzial aus der Wohnungswirtschaft ... 171
E.II.4 Konversion von Unternehmensimmobilien ... 173

E.III ZUSAMMENFASSUNG ... 176

F Verzeichnisse ... 178

F.I LITERATURVERZEICHNIS ... 178

F.II RECHTSQUELLENVERZEICHNIS ... 184

G Anhang ... 185

Kurzfassung

Im zweiten Teil des vorliegenden Gutachtens werden die Märkte für Real Estate Investment Trusts und verwandte Instrumente in sieben Beispielländern analysiert. Ziel der Analyse ist es, Anhaltspunkte für eine mögliche Ausgestaltung eines REIT-ähnlichen Instrumentes für Deutschland zu erhalten. Die Analyse gliedert sich in vier Abschnitte: Im ersten Abschnitt werden die Gestaltungsmerkmale von REITs in den USA, Kanada, Australien, Japan, den Niederlanden, Belgien und Frankreich untersucht und die Entwicklung und Performance dieser Märkte analysiert. Im zweiten Teil erfolgt eine vergleichende Betrachtung der REITs-Konzepte mit den im deutschen Immobilieninvestmentmarkt etablierten Anlageformen. Im dritten Abschnitt wird – aufbauend auf den Ergebnissen der internationalen Analysen und unter Berücksichtigung der Spezifika des deutschen Immobilienmarktes und seiner rechtlichen Rahmenbedingungen – ein Best-Practice-Vorschlag für ein deutsches REIT-Pendant entwickelt. Der letzte Abschnitt befasst sich schließlich mit einer Abschätzung des Marktpotenzials für ein REIT-Pendant in Deutschland.

Allgemein wird ein REIT als geschlossenes, börsennotierbares Anlageinstrument verstanden, dessen Einkünfte annähernd vollständig an die Investoren ausgeschüttet werden und das eine steuertransparente Struktur ermöglicht. Das Konzept der REITs lässt sich anhand dreier Grundelemente beschreiben. Erstens muss die Mehrheit des Einkommens aus Immobiliengeschäftstätigkeiten erzielt und das Vermögen – direkt oder indirekt – zum größten Teil aus Immobilien bestehen. Zweitens können REITs – anders als andere börsennotierte Unternehmen – unter bestimmten Umständen die Zahlung von Ertragsteuern auf Gesellschaftsebene vermeiden, die Erträge werden vorwiegend beim Anleger versteuert. Drittens müssen REITs den aus ihrer Geschäftstätigkeit resultierenden Gewinn je nach nationaler Regulierung zu 80 bis 100 % an die Anteilseigner ausschütten.

Ergebnisse des internationalen Vergleichs

Rechtsform: International haben REITs keine einheitliche Rechtsform. So besteht in den USA die Möglichkeit, einen REIT in der Rechtsform als Trust oder Kapitalgesellschaft aufzulegen. In den Niederlanden und in Frankreich haben REITs die Rechtsform einer beschränkt haftenden Kapitalgesellschaft. Dagegen müssen sich REITs in Japan als Asset-Management-Unternehmen lizenzieren lassen. In Australien und Kanada haben REITs den Status eines Unit Trust, in Belgien den eines Investmentfonds.

Börsennotierung: In den meisten Ländern ist die Börsennotierung nicht vorgeschrieben. Lediglich in Belgien und Frankreich ist die Börsennotierung für den REIT-Status erforderlich. Diese beiden Länder zeichneten sich jedoch bereits vor der Einführung von REITs im Jahr 1990 bzw. 2003 dadurch aus, dass der Immobilienanlagemarkt von börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften dominiert wurde und somit der Zwang zur Börsennotierung nur für weitere Marktteilnehmer eine Eintrittsbarriere darstellt.

Eigentümerstruktur und Streubesitz: Ursprüngliche Intention von Streubesitzkriterien und Höchstbeteiligungsquoten für REITs in den USA war es, ein indirektes Anlageinstrument für Kleinanleger im Immobilienmarkt zu schaffen. Aber erst nach Erleichterungen für institutionelle Investoren konnte sich ein dynamischer Markt entwickeln, in dem Institutionelle heute die wichtigste Anlegergruppe darstellen. In anderen erfolgreichen Märkten wurde auf rigide Streubesitzkriterien verzichtet: In Australien, Belgien und Frankreich müssen keine Streubesitzvorschriften erfüllt werden, um den REIT-Status zu erhalten. In Kanada ist lediglich eine Mindestzahl von Anteilseignern, aber keine Höchstbeteiligungsquote vorgeschrieben. In Im Gegensatz dazu bestehen in den Niederlanden – einem im internationalen Vergleich eher wenig entwickelten REIT-Markt – explizite Höchstbeteiligungsquoten.

Anlagevorschriften und Ertragsvorschriften: In allen Ländern bestehen Restriktionen für REITs hinsichtlich der Struktur ihrer Einkünfte und/oder Vermögensanlagen. Dabei sind REITs stets als primär passives Immobilieninvestmentvehikel strukturiert, d.h. dass die Einkünfte größtenteils aus Vermietung und Verpachtung sowie aus Veräußerungsgewinnen von Immobilien stammen und das Vermögen größtenteils aus Immobilien, Immobilienbeteiligungen oder Anteilen an qualifizierten Immobiliengesellschaften besteht.

Management: Sowohl in den USA als auch in Kanada war im Zeitablauf – wegen auftretender Interessenkonflikte – eine Abkehr von externen Managementstrukturen zu beobachten. Mit Ausnahme von Australien und Japan besteht in allen betrachteten REIT-Regimes mittlerweile Wahlfreiheit zwischen internem und externem Management.

Fremdkapitaleinsatz: In den meisten REIT-Regimes ist der Einsatz von Fremdkapital nicht begrenzt.

Ausschüttung: Die meisten REIT-Regimes schreiben hohe Ausschüttungsquoten vor. Die Mindestausschüttung variiert in den betrachteten Ländern zwischen 80 % in Belgien über 90 % in den USA und Japan bis hin zu 100 % in den Niederlanden. In Australien und Kanada gibt es keine Mindestquoten, allerdings sind allein die ausgeschütteten Einkünfte von der Besteuerung auf Unternehmensebene freigestellt. Die Berücksichtigung von Verlusten ist auf Anlegerebene in allen Vergleichsländern ausgeschlossen. Der Abzug der steuerlich abzugsfähigen Aufwendungen, insbesondere der Abschreibungen, zur Ermittlung der Ausschüttungsbemessungsgrundlage ist mit Ausnahme von Kanada in allen betrachteten Ländern gestattet. Dadurch werden trotz der hohen Ausschüttungsverpflichtung substanzerhaltene Maßnahmen durch eine Innenfinanzierung ermöglicht.

Emissions- und Rückgabemodalitäten: Im internationalen Vergleich sind börsennotierte REITs in keinem Regime dazu verpflichtet, die ausgegebenen Anteile zum Stichtagswert zurückzunehmen. Eine eingeschränkte Rücknahmeverpflichtung bei nicht börsennotierten REITs besteht ausschließlich in Kanada und Australien. In Australien müssen

die Anteile bei nicht-börsennotierten Property Trusts jedoch nur alle zwölf Monate zurückgenommen werden.

Besteuerung: Im internationalen Vergleich ist zwischen verschiedenen Verfahren der steuerlichen Behandlung von Erträgen grundsätzlich zu differenzieren, die jeweils im Kontext der sonstigen steuerlichen Regelungen dieser Länder zu sehen sind. In den USA, Kanada, Japan und in Australien sind die nicht ausgeschütteten Einkünfte auf REIT-Ebene steuerpflichtig. Niederländische BIs, belgische SICAFIs und französische SIICs sind prinzipiell auf Unternehmensebene steuerpflichtig. Allerdings gilt in den Niederlanden ein auf Null reduzierter Steuersatz für laufende qualifizierende Einkünfte. In Belgien werden qualifizierende Einkünfte von der Bemessungsgrundlage abgezogen und in Frankreich sind qualifizierende Einkünfte per Definition steuerfrei.

Die Besteuerung bei Rechtsformumwandlung ist wie folgt geregelt: In den Niederlanden müssen stille Reserven mit dem vollen Körperschaftsteuersatz versteuert werden. In Frankreich und Belgien hingegen wird ein reduzierter Steuersatz angesetzt. In Japan und in den reiferen Märkten USA, Australien und den Niederlanden gibt es keine grundsätzliche privilegierte Behandlung der stillen Reserven. In den USA ist allerdings die Möglichkeit der Steueroptimierung durch die UPREIT-Struktur zu berücksichtigen. Darüber hinaus kann die sog. Exit-Tax auch gestundet werden. Die Exit-Tax entfällt sogar vollständig, sofern die Immobilien für mindestens zehn Jahre im Bestand des REITs gehalten wurden.

Performance: Der REIT-Markt hat sich in vielen Vergleichsländern in Relation zu anderen Anlageformen (Standardaktien, Renten) gut entwickelt. Die langfristige Performance im Zeitraum 1990 bis 2004 ist lediglich in Belgien und den Niederlanden unterdurchschnittlich. In Japan folgten die Immobilienaktien der langfristigen (geringen) Performance des Aktienmarktes, seit Einführung der REITs 2001 ist aber eine gute Performance zu beobachten. Eine relativ zu anderen Anlageformen besonders gute Wertentwicklung konnten REITs im Allgemeinen nach der Jahrtausendwende verzeichnen. Bezüglich ihres Risiko-Rendite-Profils zeigen sich REITs häufig als etwas weniger riskant als Aktien bei kaum geringerer Rendite.

Es bestehen im Allgemeinen positive Korrelationen auf der Basis von Monatsrenditen mit dem allgemeinen Aktienmarkt. Langfristig liegen aber in keinem Land Kointegrationsbeziehungen mit dem Aktienmarkt vor. Geringe Korrelationen bestehen dagegen im Allgemeinen mit dem Rentenmarkt, hier lassen sich allerdings für einige Länder Langfristbeziehungen in Form von Kointegration nachweisen. In einigen Ländern zeigt sich eine Kointegration darüber hinaus mit der Entwicklung des Verbraucherpreisniveaus: ein Indiz dafür, dass das Investment in REITs einen Inflationsschutz darstellt.

Vergleich der deutschen Anlageformen mit REITs

Gegenüberstellung der REITs mit den Immobilien-AGs: Die Gemeinsamkeiten zwischen deutschen Immobilien-AGs und REITs nach US-amerikanischem Muster be-

schränken sich auf den Immobilienbezug, die Börsennotierung und die Flexibilität bei der Fremdfinanzierung. Die bestehenden Immobilien-AGs repräsentieren kein einheitliches Aktiensegment. Steuerlich sind sie gegenüber anderen Anlageformen im deutschen Immobilienanlagemarkt schlechter gestellt. Sie verfügen über nur eingeschränkte Fungibilität und finden nur geringe Akzeptanz bei Anlegern. Diese Gründe dürften ausschlaggebend für die auf schwachem Niveau stagnierende Marktentwicklung sein: Den Immobilien-AGs fehlt ein Alleinstellungsmerkmal.

Gegenüberstellung der REITS mit den Geschlossenen Immobilienfonds: Die Unterschiede zu den REITs bestehen im Wesentlichen in den folgenden Bereichen: Das Produktsegment ist uneinheitlich, die Fonds sind überwiegend auf Einzelobjekte ausgerichtet. Dadurch sind die Investitionsvolumina je Fonds gering, die Ausschüttung der primär steuerorientierten Fonds ist vergleichsweise niedrig. Gravierendes Problem ist die eingeschränkte Fungibilität und die geringe Rechnungslegungs- und Markttransparenz. Gemeinsamkeiten ergeben sich vor allem zwischen den nicht-börsennotierten REITs und großen Geschlossenen Immobilienfonds, die für institutionelle Anleger themenorientiert in ein Immobilienportfolio investieren.

Gegenüberstellung der REITs mit den Offenen Immobilienfonds: Die Gemeinsamkeiten zwischen den Offenen Immobilienfonds und den REITs bestehen im steuerlichen Sonderstatus und ihrer Finanzierungsfunktion für Immobilieninvestments. Die Unterschiede resultieren aus der offenen Fondskonstruktion und der damit verbundenem Rückgabeproblematik. Offene Publikumsfonds haben einen relativ hohen Liquiditätsanteil, einen geringen Fremdfinanzierungsgrad sowie eingeschränkte Spezialisierungsmöglichkeiten. Aufgrund der Bewertungspraxis ist die Marktpreisentwicklung geglättet. Die Transaktionskosten der Fonds sind relativ hoch. Die Performance von Offenen Immobilienfonds ergibt sich nicht nur aus den Immobilienanlagen, sondern auch zu einem großen Anteil aus den liquiden Mitteln. Bei Publikumsfonds handelt es sich somit faktisch um Gemischte Fonds mit Teilportfolios im Immobilien-, Renten- und Geldmarktsektor. Bei Spezialfonds dominiert zwar wegen des geringeren Liquiditätspolsters die Immobilien-Performance, sie stellen aber wegen ihrer Anlagebeschränkungen, ihrer Kosten, ihrer eingeschränkten Attraktivität für ausländische Anleger, des Zwangs zum externen Management und ihrer fehlenden Börsenfähigkeit kein Substitut für REITs dar.

Performancevergleich: Die vergleichende Betrachtung der Performance der verschiedenen Anlageformen im deutschen Markt zeigt, dass offene Immobilienfonds über den Zeitraum 1993 bis 2003 die höchste risikoadjustierte Rendite aufweisen. Allerdings ist das Renditeniveau absolut gesehen recht gering und liegt deutlich unter dem des Rentenmarktes und des Aktienmarktes. Eine Investition in den deutschen Immobilienaktienindex hat sich in der Vergangenheit nicht gelohnt. Insbesondere im Zeitraum von 1994 bis 2003 haben sich Immobilienaktien erheblich schlechter als andere Anlageformen entwickelt und rentierten sogar unterhalb der Geldmarktverzinsung.

Die Analyse zeigt recht deutlich, dass eine Anlageklasse, deren Rendite-Risikoprofil den REITs insbesondere in den USA, Kanada und Australien entspricht, im deutschen

Markt nicht vorhanden ist. Die deutschen Immobilienaktien stellen aus performanceorientierter Sicht keine Anlagealternative zu Offenen oder Geschlossenen Immobilienfonds dar, da ihre Performance gegenüber Aktienanlagen und Rentenanlagen gering ist und sie darüber hinaus auch keine wesentlichen Diversifikationsvorteile erkennen lassen. Auch die Offenen Immobilienfonds weisen ein von REITs deutlich abweichendes Rendite-Risiko-Profil auf.

Vorteilhaftigkeit von REITs für deutsche Anleger: Die Vorteilhaftigkeit des REIT- Konzepts basiert auf der Kombination mehrerer Wettbewerbsvorteile. Die Portfolios zeichnen sich nicht nur durch Größe und gezielte strategische Ausrichtung sowie eine hohe laufende Ausschüttung aus, sondern weisen einen deutlichen Mehrwert durch das aktive Management auf. Im Falle einer Börsennotierung ergibt sich eine breite Streuung und eine Bewertung zu nachvollziehbaren Marktwerten. Die Transaktionskosten sind relativ gering. Dadurch können renditeorientierte Anleger angesprochen werden, die zu günstigen Transaktionskosten und mit hoher Liquidität gezielt in bestimmte Immobilienmarktsegmente investieren wollen. Als neue Anlegerkreise kommen auch ausländische Investoren in Frage, da REITs als „international standard“ gelten. Insofern kann die Einführung eines REIT- Pendants eine Marktbelebung bewirken und damit zur Bewältigung der derzeitigen Krise am Immobilienmarkt beitragen. Eine flankierende Einbindung in das Investmentgesetz könnte auch die Beteiligung von Wertpapierfonds und Offenen Immobilienfonds am Aktiensegment eines REIT-Pendants ermöglichen.

Best-Practice: Ein Vorschlag für Deutschland

Rechtsform Aktiengesellschaft mit steuerlichem Sonderstatus: Durch die Rechtsform der AG ist gewährleistet, dass sich REITs in Deutschland von Offenen Immobilienfonds schon durch die Gesetzesgrundlage abgrenzen und als alternatives Kapitalmarktprodukt verstanden werden. Die einfache Übertragbarkeit von Aktien ist eine wichtige Grundvoraussetzung für einen liquiden Markt mit effizienter Anteilspreisermittlung. Zudem finden durch den Rechtsmantel der Aktiengesellschaft die Sicherungsmechanismen des Aktiengesetzes, das Testat des Wirtschaftsprüfers und ggf. der Börsenaufsicht Anwendung.

Keine obligatorische Börsennotierung: Grundsätzlich ist eine Börsennotierung von deutschen REITs anzustreben, da ein liquider öffentlicher Handel der REIT-Anteile am ehesten Transparenz, effiziente Bewertung und hohe Fungibilität gewährleistet. Zu berücksichtigen ist aber, dass der deutsche Immobilienanlagemarkt sich wesentlich von den im internationalen Vergleich betrachteten Immobilienanlagemärkten unterscheidet. Der Anlagemarkt für Unternehmensimmobilien ist weniger entwickelt. Die Kapitalmarktfähigkeit der Immobilienbestände muss in Deutschland erst hergestellt werden. Aus diesen Gründen ist es erforderlich, dass REITs auch als nicht-börsennotierte Immobilienanlagevehikel gegründet werden können. Gegen eine verpflichtende Börsennotierung spricht auch, dass das für ein funktionierendes Börsensegment zwingend notwendige Umfeld – z.B. Analysten, Investmentbanken, Presse und Berater mit Spezialwissen

im Immobilieninvestmentbereich – in Deutschland gegenwärtig noch nicht in ausreichendem Maße vorhanden ist. Grundsätzlich könnte eine Befristung des nichtbörsennotierten REIT-Status für einen bestimmten Zeitraum, in dem ein REIT an die Börse gehen soll, in Erwägung gezogen werden. Eine solche Befristung würde theoretisch eine Börsennotierung forcieren. Sie könnte aber andererseits auch die Gründung vieler REITs verhindern, da zum Zeitpunkt der Gründung Unsicherheit dahingehend bestünde, ob innerhalb der Frist überhaupt ein kapitalmarktfähiger REIT mit einem qualitativ hochwertigen Bestandsvermögen strukturiert werden kann, ein aufnahmefähiges Börsenumfeld vorhanden ist und die Immobilienmarktentwicklung günstige Rahmenbedingungen für einen Exit an die Börse bietet. Aus diesem Grund ist von einer Befristung abzuraten.

Keine Streubesitzvorschriften: Rigide Anforderungen an den Streubesitz im aktuellen deutschen Aktien- und Immobilienmarktumfeld sind als wesentliches Hemmnis für die Marktentwicklung einzuschätzen und sollten daher aus marktorientierter Sicht nicht eingeführt werden. Auch das Einhalten eines Free-Float-Kriteriums sollte nicht konstitutiv für deutsche REITs sein. Allerdings sind mit einem Verzicht auf Streubesitzkriterien fiskalische Risiken verbunden, da Ausschüttungen an ausländische Anteilseigner u.U. nicht mehr wirksam besteuert werden können.

Internes Management: Vor dem Hintergrund der internationalen Erfahrungen mit REIT-Managementstrukturen erweist sich das der Aktiengesellschaft implizite Modell eines internen Managements als geeignet. Dies bedeutet aber nicht, dass das operative Management der Immobilien nicht an externe Parteien delegiert werden könnte.

Qualifikation durch Erfüllung von Ertragskriterien: Grundsätzlich sollten REITs keinen Einschränkungen hinsichtlich ihrer Anlagemöglichkeiten unterliegen. Reguliert werden sollten die Aktivitäten ausschließlich über Ertragskriterien, dies stellt die transparenteste und zudem einfachste Regulierungsmöglichkeit dar. Die Erträge des REITs sollten primär durch Immobilienanlagen generiert werden. Allerdings sollte es auch möglich sein, einen begrenzten Teil der Einkünfte aus nicht-qualifizierenden Aktivitäten zu generieren, um das Immobilienportfolio zu optimieren und in eingeschränktem Maße Projektentwicklung für Dritte betreiben zu können. Jedoch sollten Projektentwicklungsaktivitäten und sonstige immobilienbezogene Dienstleistungen der herkömmlichen Besteuerung unterliegen.

Qualifizierende Erträge: Daher sollten mindestens 75-85 % der Erträge aus Mieteinnahmen, Veräußerungsgewinnen von Immobilien mit einer Haltedauer länger als vier Jahre und Einnahmen aus Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, die ebenfalls die Ertragskriterien erfüllen, stammen. Mindestens 95 % der Erträge sollten aus den vorstehend genannten Erträgen zuzüglich Veräußerungsgewinnen von Immobilien mit einer Haltedauer unter vier Jahren, Dividenden aus steuerpflichtigen Tochtergesellschaften (bspw. Aktivitäten im Bereich Projektentwicklung oder gewerbliche Immobilienbewirtschaftung), sonstigen Dividenden und Zinsen stammen.

Keine Regulierung des Fremdkapitaleinsatzes: Die internationalen Erfahrungen haben gezeigt, dass der Einsatz von Fremdkapital effizient durch den Markt selbst reguliert wird und daher kein weiterer Regulierungsbedarf für ein deutsches REIT-Pendant besteht.

Ausschüttungsquote: Sowohl qualifizierende als auch nicht qualifizierende Einkünfte sollten in Anlehnung an das US-amerikanische Modell zu 80-90 % ausgeschüttet werden. Darüber hinaus gehende Erträge können, müssen aber nicht ausgeschüttet werden. Abschreibungen sollten allerdings keiner Ausschüttungsverpflichtung unterliegen, um sie zusammen mit den nicht-ausgeschütteten Erträgen zur Innenfinanzierung nutzen zu können. Die Berücksichtigung von Verlusten auf Anlegerebene sollte ausgeschlossen werden.

Keine Rücknahmeverpflichtung: REITs sollten keine Rücknahmeverpflichtung gegenüber den Anteilseignern haben, da sie nur dann ein immobilienspezifisches Rendite-Risiko-Profil aufweisen können, wenn sie keine kurzfristige Liquidierbarkeit der Investitionen sicher stellen müssen. Eine Rücknahmepflicht würde das Rendite-Risiko-Profil von REITs dem Offener Immobilienfonds stark angleichen.

Publizitätspflichten: Die Publizitätspflichten deutscher REITs ergeben sich aus den gesellschaftsrechtlichen Regelungen einer Aktiengesellschaft. Allerdings sollten REITs im Gegensatz zu gewöhnlichen Aktiengesellschaften bei Einführung nach den Grundsätzen der International Financial Reporting Standards (IFRS) und zum Fair Value bilanzieren. Zusätzlich zu den Bilanzierungsvorschriften nach IFRS und des Gesellschaftsrechts sollten REITs ebenfalls dazu verpflichtet sein, ihre Mieteinnahmen und die Fair Values erst nach Regionen und danach nach Nutzungsarten differenziert auf aggregierter Ebene zu veröffentlichen, ohne dass Rückschlüsse auf die Einzelobjekte möglich sind. Eine weitergehende Transparenz auch von Verkehrswerten, Vermietungsparametern und Leerstandsquoten auf Einzelobjektebene wäre zwar als hilfreich für die Bewertung von REITs am Kapitalmarkt anzusehen, sollte aber wegen der damit verbundenen Kosten und eingeschränkten Handlungsspielräume nicht gesetzlich vorgeschrieben werden. Soweit höhere als die oben geforderten Transparenzstandards am Sekundärmarkt als erforderlich angesehen werden, werden sie sich auch ohne gesetzliche Vorschrift durchsetzen.

Kontrolle des REIT-Status durch das Finanzamt: Da der REIT-Status letztlich ein steuerliches Privileg begründet und auf eine Gleichstellung der indirekten Immobilienanlage via Aktien mit der direkten Anlage und der Fondsanlage hinausläuft, sollte die Prüfung des REIT-Status durch die Finanzbehörden erfolgen.

Regelungen bei Verlust des REIT-Status: Entscheidend für den Verlust des REIT-Status sollten wesentliche Verstöße gegen die Ertragskriterien und gegen die Ausschüttungspflichten sein, sofern diese nicht gut begründet sind. Der REIT sollte bei „de minimis" Verstößen wie in den USA einer Strafbesteuerung unterliegen, die je nach Ausmaß der Verletzung differenziert wird.

Flankierende Ergänzungen im Versicherungsaufsichtsgesetz und Investmentgesetz: REITs wären durch die Einkommensstrukturvorschriften als Immobilienanlageprodukte strukturiert und sollten deshalb zur Immobilienquote des Sicherungsvermögens von Versicherungsunternehmen zählen. Angesichts der hohen Bedeutung von Versicherungsunternehmen als institutionelle Anleger für einen prospektiven REIT-Markt ist die Anrechnung auf die Immobilienquote ein entscheidender Erfolgsfaktor. Im Rahmen des Investmentgesetzes sollten zudem Änderungen vorgenommen werden, die es Offenen Immobilienfonds ermöglichen, einen wesentlichen Teil ihres Vermögens in REITs zu investieren.

Laufende Besteuerung: Sofern die Mindestausschüttungsquote eines REIT eingehalten wird, sollten die qualifizierenden Erträge auf REIT-Ebene nicht der Besteuerung unterliegen. Nicht-qualifizierende Erträge sollten dagegen steuerpflichtig sein. Qualifizierende Erträge, die im Ausland generiert werden und nach dem Belegenheitsprinzip dort bereits versteuert werden, sollten nicht doppelt auf Anteilseignerebene versteuert werden. Dementsprechend sollte eine Anrechnung der Vorbelastung durch ausländische Besteuerung oder eine Freistellung möglich sein.

Betriebliche und private *inländische Anleger* sollten Einkünfte aus Kapitalvermögen erzielen, die mit dem individuellen Einkommensteuersatz bzw. dem Körperschaftsteuersatz besteuert werden. Wegen der Steuerbefreiung auf Gesellschaftsebene sollte § 8 b KStG und § 3 Nr. 40 EStG keine Anwendung auf qualifizierende Einkünfte finden. Ausgeschüttete Abschreibungen und private Veräußerungserlöse nach Ablauf der für Privatanleger geltenden Spekulationsfristen sollten steuerfrei vereinnahmt werden können.

Besonders komplex ist die Frage der adäquaten Ausgestaltung zur Besteuerung *ausländischer Anleger*: Sofern ausländische Anleger Einkommen aus Kapitalvermögen erzielen, können ihre über die Beteiligung an einem REIT erzielten Einkünfte aus inländischen Immobilien bei Inanspruchnahme von Schachtelprivilegien in den Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) bzw. bei Anwendung der EU-Mutter-Tochter-Richtlinie nicht mehr wirksam besteuert werden. Eine bilaterale Neuverhandlung aller DBA mit dem Ziel, diese Lücke zu schließen, ist nicht praktikabel. Zur Sicherung der Quellenbesteuerung der inländischen Immobilienerträge ausländischer Anleger werden daher drei unilaterale Gestaltungsvarianten in ihren Vor- und Nachteilen grundsätzlich erörtert:

- eine vollständige Körperschaftsteuerbefreiung des REIT mit der Folge der Nichtanwendbarkeit der EU-Mutter-Tochter-Richtlinie
- die Umqualifizierung der Einkommen in Einkommen aus Vermietung und Verpachtung analog Regelung für Spezialfonds (nach Investmentsteuergesetz)
- eine Regelung mit einer Höchstbeteiligungsquote von 9,9 %.

Die Analysen haben deutlich werden lassen, dass sich nur schwerlich eine Ausgestaltungsvariante finden lässt, die zugleich ökonomischen Zielen gerecht wird, alle rechtlichen und fiskalischen Risken vermeidet und schnell umsetzbar ist. Zur abschließenden

Beurteilung aller Alternativen bedarf es allerdings noch vertiefter juristischer Prüfungen, die im Rahmen des vorliegenden Gutachtens nicht vorgenommen werden konnten. Auf der Basis unserer Analysen ergibt sich folgendes Bild:

Eine Regelung mit vollständiger Körperschaftsteuerbefreiung ohne Höchstbeteiligungsquoten würde einen weitgehenden Verzicht auf die Besteuerung inländischer REIT-Erträge ausländischer Anteilseigner bedeuten, soweit diese Erträge Dividenden darstellen, und insbesondere, soweit sie von DBA-Schachtelprivilegien begünstigt sind. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass ausländische Anleger auch bisher schon über offene Immobilienpublikumsfonds Dividendeneinkünfte im abkommensrechtlichen Sinne im deutschen Immobilienmarkt erzielen konnten. Potenziellen Steuerausfällen sind darüber hinaus positive steuerliche Effekte durch zusätzliche Investitionen in den Immobilienmarkt, die Aufdeckung stiller Reserven und Effizienzgewinne im Immobilienmarkt gegenüber zu stellen.

Eine Umqualifizierung von REIT-Erträgen in Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung würde Deutschland das Besteuerungsrecht zukommen lassen. Sie wäre aber vermutlich abkommensrechtlich problematisch und könnte als unzulässiges treaty override eingestuft werden. Allerdings existiert mit den Immobilienspezialfonds im Investmentsteuerrecht bereits ein Präzedenzfall für eine solche Umqualifizierung, an den man sich anlehnen könnte.

Eine Höchstbeteiligungsquote von 9,9 % würde Steuerausfälle bei ausländischen Anlegern weitgehend und zuverlässig verhindern. Hier sind allerdings erhebliche negative Anreizwirkungen, kostenträchtige Umsetzungsprobleme und möglicherweise auch europarechtliche Probleme (Verstoß gegen die Freiheit des Kapitalverkehrs) gegenüberzustellen. Insbesondere könnten die negativen Anreizwirkungen zukünftigen Steuermehreinnahmen, die aus der Belebung des Immobilienmarktes resultieren, entgegenstehen. Die negativen Anreize für institutionelle Anleger ließen sich ggf. durch Ausnahmeregelungen (z.B. für Finanzintermediäre) abmildern, damit müssen aber weitere rechtliche Risiken in Kauf genommen werden.

Besteuerung bei Rechtsformumwandlung und Einbringung von Immobilien in einen REIT: Bei der Einbringung von Immobilien in einen REIT werden ggf. stille Reserven aufgedeckt, die versteuert werden müssen. Um sowohl durch die Auflösung stiller Reserven Steuern zu generieren als auch gleichzeitig die Marktzugangsbeschränkungen neuer Immobilienaktien in Form von REITs zu minimieren und ein möglichst erfolgreiches REIT-Segment in Deutschland zu schaffen, sollten die Umwandlungs- bzw. Einbringungsbedingungen möglichst attraktiv ausgestaltet werden. Ins Auge zu fassen sind hier eine vorübergehende Senkung des Ertragsteuersatzes auf stille Reserven und ggf. Begünstigungen bei der Grunderwerbsteuer. Im Zusammenhang mit der Diskussion um Steuervergünstigungen bei der Einführung von REITs ist allerdings auf den Beschluss des Bundeskabinetts vom 1.10.2003 hinzuweisen, wonach grundsätzlich keine neuen steuerlichen Vergünstigungen gewährt werden sollen.

Abschätzung des Marktpotenzials

Die quantitativen Abschätzungen des Anlegerpotenzials haben ergeben, dass auf Seiten der privaten Anleger und der Versicherungsunternehmen als wichtigster Anlegergruppe im institutionellen Markt vermutlich ein erhebliches Anlagepotenzial für REITs vorhanden ist. Abschätzungen aus dem Bereich der unternehmerischen Wohnungswirtschaft und für den Sektor der Unternehmensimmobilien ergeben, dass hier durchaus ein erhebliches Potenzial für eine Einbringung in REITs vorhanden ist, das zu erwartende Kapitalangebot also auch auf eine entsprechende Nachfrage (bzw. ein zu finanzierendes Volumen von Investment-Grade-Immobilien) stoßen würde. Angesichts der unzureichenden Datenlage und der Unsicherheit einer konkreten Ausgestaltung eines REIT-Pendants sind alle Schätzungen im derzeitigen Stadium allerdings mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

A Grundlagen

A.I Begriffsbestimmung und Definition

Der Begriff „REIT“ als Kurzform für den Terminus „Real Estate Investment Trust“ stammt ursprünglich aus dem US-Steuerrecht.[1] Allgemein wird ein REIT als geschlossenes, börsennotierbares Vehikel verstanden, das eine steuertransparente Struktur ermöglicht und dessen Einkünfte annähernd vollständig an die Investoren ausgeschüttet werden.[2]

Das Konzept der REITs lässt sich anhand dreier Grundelemente beschreiben. Erstens muss die Mehrheit des Einkommens aus Immobiliengeschäftstätigkeiten erzielt und das Vermögen - direkt oder indirekt - zum größten Teil aus Immobilien bestehen. Zweitens können REITs – anders als andere börsennotierte Unternehmen – unter bestimmten Umständen die Zahlung von Körperschaftsteuer auf Gesellschaftsebene vermeiden. Dadurch können die Anteilseigner von REITs eine mögliche Doppelbesteuerung vermeiden. Drittens müssen REITs den aus ihrer Geschäftstätigkeit resultierenden Gewinn je nach nationaler Regulierung zu 80 bis 100 % an die Anteilseigner ausschütten.[3]

A.II Internationalisierung von REITs

Seit der Einführung von REITs im Jahr 1960 in den USA haben sich REIT-Regime international weit verbreitet und etabliert. In den Grundzügen hat man sich hierbei stets an der US-amerikanischen Ausgestaltung orientiert. Dabei wurden entweder die originären Strukturmerkmale von REITs in den USA wie z.B. die Vorschrift zum externen Management in Japan, Singapur und Hong Kong, oder aber Elemente der Weiterentwicklung der REIT-Gesetzgebung in den USA auf die jeweilige länderspezifische Gesetzgebung übertragen.

Chronologisch folgte der US-amerikanischen Gesetzgebung zunächst die Einführung der „Fiscale Beleggingsinstelling“ (BI) im Jahre 1969 in den Niederlanden. Niederländische BIs zählen heute zu den größten institutionellen Immobilieninvestoren in Europa. 1985 folgte dann die Einführung der börsennotierten Unit Trusts bzw. „Listed Property Trust“ (LPT) in Australien.

---

1 Vgl. REHKUGLER (2003), S. 197.

2 Vgl. UBS (2004), S. 5.

3 Vgl. CAMPBELL/ SIRMANS (2002), S. 389-390.

Durch den Erfolg von US-amerikanischen REITs in den 1990er Jahren hat sich die weltweite Verbreitung von REITs in den letzten zehn Jahren beschleunigt. So wurde in Belgien ein REIT-Regime 1990 in Form der „sociétés d'investissement à capital fixe immobilière" (SICAFI) eingeführt. Ziel war hier vor allem die Schaffung einer konkurrenzfähigen Anlagealternative zu den niederländischen Fiscale Beleggingsinstelling (BI). Der kanadische Gesetzgeber führte im Jahre 1994 den „Mutual Fund Trust" (MFT) ohne Rücknahmeverpflichtung ein. Im Jahr 2000 folgte Japan mit der Einführung des JREIT, 2002 Singapur mit dem SREIT und 2003 Hong Kong.

In Europa wurde ein REIT-Regime zuletzt im Jahr 2003 in Frankreich mit den „sociétés d'investissement immobiliers cotées" (SIIC) eingeführt. Derzeit prüfen neben Deutschland auch Großbritannien und Finnland die Möglichkeit der Einführung eines börsennotierbaren steuertransparenten Immobilienanlagevehikels. Es bestehen jedoch noch keine eindeutigen Perspektiven bezüglich der letztendlichen Ausgestaltungsmerkmale des sogenannten „Property Investment Funds" (PIFs) in Großbritannien oder möglicher finnischer REITs.

Tabelle 1: Zeitpunkt der Einführung von REITs

Land	Einführungsjahr
USA	1960
Niederlande	1969
Australien	1985
Belgien	1990
Kanada	1994
Japan	2000
Singapur	2002
Hong Kong	2003
Frankreich	2003

Quelle: EPRA, ZEW

A.III Methodische Vorbemerkungen

Im Folgenden wird ein vertiefender Überblick über die Entwicklung der REIT-Märkte in den USA, Kanada, Australien, Japan, den Niederlanden, Belgien und Frankreich gegeben. Jedes Länderkapitel wird eingeleitet durch eine kurze Beschreibung der Entwicklungsgeschichte des Marktes. Es schließt sich eine Beschreibung der gesellschaftsrechtlichen und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen für diese Märkte an. Jedes Kapitel wird abgeschlossen durch eine empirische Kurzbeschreibung zu den Eckdaten des REIT-Marktes und eine Analyse seiner Performance im Vergleich zu anderen Anlageformen (Aktien und Renten).

Die empirischen Analysen beruhen im Wesentlichen auf Statistiken und Indizes der US-amerikanischen National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) und ihrem europäischen Pendant, der European Public Real Estate Association (EPRA).[4] Für die Beschreibung der gesellschaftsrechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen diente der EPRA Global REIT Survey 2004 als wesentliche Grundlage. Darüber hinaus wurden Daten und Marktinformationen aus nationalen Quellen, insbesondere auch von nationalen Fachvereinigungen und Wertpapierbörsen verwendet, auf die in der jeweiligen Länderanalyse separat hingewiesen wird.

Es ist zu berücksichtigen, dass nur für die USA lange Zeitreihen für die Entwicklung des Marktes für börsennotierte REITs vorliegen. Für die übrigen Länder sind neben börsennotierten REITs bzw. REIT-ähnlichen Instrumenten (wie die niederländischen BI und die belgischen SICAFI) auch sonstige börsennotierte Immobilienaktien in die für die Zeitreihenanalyen verwendeten EPRA-Indizes einbezogen worden. Darüber hinaus sind – im Unterschied zum nationalen Index der NAREIT für die USA – in den internationalen Indizes der EPRA nur solche Gesellschaften berücksichtigt, die bezüglich freier Marktkapitalisierung (free float) und Umsatzvolumen bestimmte Mindestkriterien erfüllen (vgl. Tabelle 2).[5] So sind tendenziell nur größere Gesellschaften einbezogen, weshalb auch nur ein Teil des gesamten Immobilienaktienmarktes abgebildet wird. Nach Schätzungen der EPRA decken ihre Indizes im Durchschnitt für Europa, Australien und Japan ungefähr 85 % der gesamten Marktkapitalisierung ab.[6]

Es wird im jeweiligen Länderkapitel jeweils darauf hingewiesen, wie stark der jeweilige nationale EPRA-Index das nationale REIT-Segment repräsentiert. Soweit verfügbar, werden auch weitere nationale Indizes zur Entwicklung des REIT-Segments betrachtet. Im Allgemeinen liegen für diese speziellen Indizes jedoch noch keine längeren Zeitreihen vor. Allerdings sind auch die breiter definierten EPRA-Indizes insofern aufschlussreich, als sich die Einflüsse der REIT-Gesetzgebung in den betreffenden Ländern auch in der Entwicklung dieser breiter definierten Kennzahlen zum Immobilienaktienmarkt niederschlagen sollten.

In den empirischen Analysen werden zum Vergleich die Aktienindizes von MSCI, jeweils berechnet als Performance-Index, und Rentenindizes von MSCI oder Thomson Financial Datastream, jeweils für Laufzeiten von 7-10 Jahren, herangezogen. Für die

---

4 Die Autoren danken Jorrit Arissen, EPRA für die Bereitstellung von Daten und die umfassende Unterstützung.

5 Siehe Rules for the EPRA/NAREIT Global Real Estate Index, Fassung vom Juni 2004 (http://www.epra.com/privatedata/Uploads/Home/Rules %20June %202004.pdf).

6 Telefonat mit Fraser Hughes, Research Director EPRA, am 28.09.04.

USA wird zudem ein Vergleich mit der Entwicklung der NCREIF-Indizes zur Entwicklung des Immobilienmarktes durchgeführt.

Tabelle 2: Mindestkriterien für die Aufnahme in EPRA-Indizes

	Free Float Marktkapitalisierung	Annualisiertes Handelsvolumen über einen Dreimonatszeitraum	Anteil des EBITDA[7] aus Immobilienaktivitäten[8]
Australien	200 Mill. US-$	100 Mill. US-$	60 %
Belgien	50 Mill €	25 Mill €	75 %
Frankreich	50 Mill €	25 Mill €	75 %
Japan	200 Mill. US-$	100 Mill. US-$	60 %
Kanada	200 Mill. US-$	100 Mill. US-$	75 %
Niederlande	50 Mill €	25 Mill €	75 %
USA*	---	---	---
Vereinigtes Königreich	50 Mill €	25 Mill €	75 %

Quelle: EPRA, Zusammenstellung ZEW. *USA: keine Beschränkungen, da Verwendung des nationalen NAREIT-Index.

A.IV Erläuterungen zu den verwendeten Performance-Kennzahlen

Die Rendite-Risikoprofile verschiedener Anlageformen werden in den folgenden Abschnitten durch die Sharpe Ratio und die Risk Adjusted Performance angegeben. Die beiden Größen sind wie folgt definiert:

Sharpe Ratio

Die Sharpe-Ratio misst die Überschussrendite einer Anlagealternative über den risikolosen Zins in Relation zum Risiko, gemessen an der Standardabweichung. Sie gibt mit anderen Worten die Überschussrendite je Risikoeinheit wieder. Die Werte der Sharpe-Ratio sind nur ordinal miteinander zu vergleichen, die Höhe des Unterschiedes der Sharpe-Ratio zwischen zwei Anlagealternativen ist als Vergleichsmaßstab für ihre relative Riskanz nicht zu verwenden. Sie berechnet sich als

---

7 Earnings before Interest, Depreciation and Amortization (operatives Geschäftsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen).

8 Immobilienaktivitäten sind definiert als „ownership, trading and development of income-producing real estate“ (Punkt 1.5. der „Rules for the EPRA/NAREIT Global Real Estate Index”). Nicht einbezogen sind u.a. Baufinanzierung, Property und Facility-Management und reine Holdingsgesellschaften (siehe Punkt 1.6 „Rules for the EPRA/NAREIT Global Real Estate Index” mit einem Katalog der nicht als Immobilienaktivitäten i.S. der Indexdefinition anerkannten Tätigkeiten).

$$SR_i = \frac{p_i - p_g}{\sigma_i}$$

mit

p_i = Rendite Anlage i p.a.

p_g = Rendite risikolose Anlage p.a.

σ_i = Standardabw. Anlage i (annualisiert)

Risk Adjusted Performance (RAP)

Mit Hilfe der risikoadjustierten Performancemessung werden alle verglichenen Anlagealternativen auf ein einheitliches Risiko – das Risiko einer Benchmark – transformiert. Das Ergebnis der RAP ist eine kardinal vergleichbare Performance-Messzahl, deren Ausprägung allerdings von der gewählten Benchmark abhängt.

Berechnet wird die RAP als

$$RAP_i = (1 + d_i) * p_i - d_i * p_g \text{ mit } d_i = \frac{\sigma_{bm}}{\sigma_i} - 1$$

mit

p_i = Rendite Anlage i p.a.

p_g = Rendite risikolose Anlage p.a.

σ_i = Standardabw. Anlage i (annualisiert)

σ_i = Standardabw. Benchmark (annualisiert).

B Internationaler Vergleich

B.I USA

B.I.1 Entstehungsgeschichte

REITs wurden 1960 in den USA als neues Instrument der indirekten Anlage in diversifizierte Immobilienportfolios eingeführt.[9] Im Laufe der Zeit wurde ihre Regulierung immer wieder gelockert, um REITs für Investoren attraktiver zu machen und ihre Wettbewerbsfähigkeit als Finanzprodukt zu steigern bzw. zu erhalten. Die Zielgruppe von REITs hat sich dabei im Zeitablauf verändert. Während sich REITs ursprünglich vor allem an Kleinanleger richteten, zielten sie später in stärkerem Maße auch auf institutionelle Anleger ab.[10]

Die Anlegerstruktur wird mittlerweile von Institutionellen dominiert.[11] In der Marktentwicklung lassen sich verschiedene Phasen unterscheiden: Zu einem ersten Boom vor allem von Mortgage-REITs, die sich in der Landentwicklung und in der Baufinanzierung engagierten, kam es 1969-1974. 1975 und 1976 wurden die gesetzlichen Rahmenbedingungen erstmals novelliert, u.a. wurde es den REITs gestattet, als Corporation (anstelle von Trusts) zu firmieren.

REITs waren zunächst als passive Investmentgesellschaften in der Rechtsform des Business Trust konzipiert. Die Gesellschaft wurde durch externe Berater, sogenannte Advisors, geführt. Ihre Aufgabenbereiche umfassten vorwiegend das Portfoliomanagement sowie die kaufmännische Verwaltung der Bestandsimmobilien. Die erbrachten Leistungen wurden mit einer Management Fee vergütet, die zwischen den Parteien frei verhandelbar war. Doch auch wenn vor allem in den 1970er Jahren die unterschiedlichsten Vergütungsvereinbarungen beobachtet werden konnten – von einer jährlichen fixen Gebühr über einen festen Prozentsatz des verwalteten Immobilienvermögens bzw. des erwirtschafteten Jahreseinkommens bis hin zu einer ‚fee-for-service'-Kompensation –

---

9 Vgl. FLEWELLING/ SPIESSBACH (1982), S. 256.

10 Siehe NAREIT (2004b).

11 Nach einer aktuellen Studie der Deutschen Bank Securities Inc. betreffend das Anlegerspekt-rum der börsennotierten Equity REITs entfallen auf General Equity Investoren (d.h. instituti-onelle Anleger aller Art) rd. 40.0 %, auf sog. Dedicated REIT Funds (d.h. insbesondere spe-zialisierte REIT-Dachfonds) rd. 34,7 %, auf sog. Retail-Investors (Kleinanleger) rd. 17,3 % und auf das Management der REITs bemerkenswerte rd. 8 %, womit die unternehmerische Prägung des Geschäftsmodells und der hohe Grad an Interessenidentität zwischen Management und Anlegerschaft untermauert wird. Vgl. Deutsche Bank Securities (2005).

belief sich die Gebühr auf maximal 1,5 % des Immobilienvermögens bzw. 25 % des Nettoeinkommens.[12]

Durch den Tax Reform Act (TRA) von 1986 änderte sich die Wettbewerbssituation von REITs entscheidend. Zum einen wurden die Abschreibungsmöglichkeiten für Immobilien und die Abzugsmöglichkeiten von Fremdkapitalkosten sowie die Möglichkeit des Verlustausgleichs drastisch eingeschränkt. Dies hatte zur Folge, dass die Attraktivität der konkurrierenden Anlageformen (des geschlossenen Immobilienfonds und der Direktanlage) sank und die relative Attraktivität von REITs stieg.[13] Darüber hinaus hob der TRA 1986 den Zwang zum externen Management von REITs auf: Dies führte zu einer zunehmenden Internalisierung des Managements, verringerte die Managementkosten und reduzierte tendenziell die Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern und dem Management von REITs.[14] In der Folge werden die US-amerikanischen REITs zunehmend von spezialisierten Immobilienmanagern geführt, die in aller Regel selbst einen Anteil der Aktien des Unternehmens halten.

Die Vorteile dieser Änderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen machten sich allerdings aufgrund der Krise im US-amerikanischen Immobilienmarkt Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre, in deren Rahmen auch die Preise der REITs einbrachen, erst mit Verzögerung auch in der Marktentwicklung bemerkbar. Ab 1992/1993 kam es dann zu einer starken Zunahme der Marktkapitalisierung, die durch zwei weitere Faktoren begünstigt wurde: Zum einen wurde 1993 mit dem „Omnibus Budget Reconciliation Act“ auch Pensionsfonds die Anlage in REITs ermöglicht, die zuvor wegen der rigiden Streubesitzkriterien kaum in REITs investiert hatten. 1992 wurde darüber hinaus der erste UPREIT durchgeführt, eine Konstruktion, die es erlaubt, Immobilien aus bestehenden Beteiligungsgesellschaften in einen REIT einzubringen, ohne stille Reserven sofort aufdecken und versteuern zu müssen. Die weitere Entwicklung der Rahmenbedingungen ist tendenziell durch eine fortschreitende Deregulierung der REITs geprägt. So wurde 1997 der „REIT Simplification Act“ eingeführt, der es den REITs unter anderem erlaubte, im Rahmen einer „de-minimis-Regelung“ einen kleinen Teil ihres Einkommens aus nicht-immobilienbezogenen Dienstleistungen zu erzielen.[15] 1999 wurde ein weiterer „REIT Modernization Act“ eingeführt, der es REITs erlaubte, steuerpflich-

---

12 Vgl. GREER/ FARRELL (1988), S. 22.

13 Vgl. Väth (1999), S. 228 f.

14 Vgl. Väth (1999),, S. 228 f. und 236 ff., AMBROSE/ LINNEMAN (2001), S. 141; CANNON/ VOGT (1995), S. 298; GRAFF (2001), S. 99.

15 Siehe zu den Regelungen im Detail http://www.nareit.com/policy/government/reitsa.cfm (26.01.05).

tige Dienstleistungen über Tochtergesellschaften („taxable REIT subsidiaries“) anzubieten.[16]

2004 wurde der „REIT Improvement Act“ unterzeichnet. Wesentliche Inhalte sind eine Gleichstellung von ausländischen Anteilseignern an börsennotierten REITs in Bezug auf die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen mit Anteilseignern anderer Aktiengesellschaften und Erleichterungen bei kleineren bzw. vorübergehenden Verstößen gegen die Einkunfts- und Vermögenskriterien, die den steuertransparenten Status begründen („de-minimis-Regelungen“, Verstoß aus wirtschaftlich sinnvollen Gründen). [17]

B.I.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **RECHTSFORM**

REITs müssen in einem der 50 US-amerikanischen Staaten oder im District of Columbia als *taxable for federal purposes* (auf Bundesebene besteuerbare Gesellschaft) gegründet werden. Die Gesellschaftsanteile müssen dabei frei bzw. öffentlich handelbar sein.

Jede umsatzsteuerrechtliche US-amerikanische Rechtsform, d.h. Trust oder Gesellschaft, die unter US-amerikanischer Gerichtsbarkeit steht, kann grundsätzlich zum REIT konvertieren. Um den REIT-Status zu beantragen, muss ein Unternehmen lediglich für das Jahr des beabsichtigten Wechsels ein spezielles Steuerformblatt (Form 1120-REIT) ausfüllen. Weitere Anmeldungen oder vorherige behördliche Genehmigungen sind nicht notwendig, es sei denn es handelt sich bei der Gesellschaft um eine Finanzinstitution oder Versicherung. Das Unternehmen muss jährlich Informationen bezüglich der Verwendung ihrer Mittel an die Anteilseigner versenden.

Die Anteilsscheine des REIT müssen übertragbar sein und der REIT muss von wenigstens einem Geschäftsführer oder Treuhänder geführt werden.[18] Eine Börsennotierung ist nicht verpflichtend.

Aufgrund der steuerrechtlichen Zielsetzungen von REITs finden sich die meisten Regelungen des Internal Revenue Code (I.R.C.) von 1986 im 1997 ratifizierten „Real Estate

---

16 Siehe zu den Regelungen im Detail http://www.nareit.com/policy/government/reitma99.cfm (26.01.05).

17 Zu Details siehe http://www.nareit.com/policy/government/BNAArticlefinal_%201-03-05.pdf (26.01.05)

18 Vgl. EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (2004), S. 48.

Investment Simplification Act“ (REITSA) wieder.[19] Der REIT ist als eine von drei Trust-Formen organisiert: Contractual Trusts, Massachusetts Trusts oder Investment Corporations. Während die beiden ersten Formen dem Vertragstypus zuzuordnen sind, entspricht die Investment Corporation dem Gesellschaftstypus.[20] Die meisten REITs basieren auf dem Massachusetts Trust. Dieser begründet ein doppeltes Eigentumsrecht, nämlich dem Recht zur Verwaltung und zur Fruchtziehung.[21] Der Massachusetts Trust weist daneben viele Vorteile einer Corporation auf, wie beispielsweise die Übertragbarkeit der Anteilsscheine, die beschränkte Haftung und die zentrale Verwaltung durch das Management. Zudem muss die Anzahl an Anteilscheinen und an Anteilseignerversammlungen nicht festgelegt werden, es sei denn der REIT ist an einer Börse notiert.[22]

Gesellschaftsrechtlich unterscheidet sich der an der Börse notierte REIT nicht grundlegend von anderen Aktiengesellschaften. Die Aktionäre haben das Recht, die Mitglieder des Boards zu ernennen und über andere wichtige Entscheidungen wie Kapitalerhöhungen oder Investmentstrategien abzustimmen.[23] Das Board ernennt das Management und beaufsichtigt es im Hinblick auf eine investorenorientierte Unternehmensführung.[24]

- **EIGENTÜMERSTRUKTUR, STREUBESITZ UND BÖRSENAUFLAGEN**

Ein REIT kann, muss aber nicht börsennotiert sein. Die Gesellschaft muss mit Beginn des zweiten Steuerjahrs an mindestens 335 Tagen eines jeden Steuerjahrs mindestens 100 Anteilseigner aufweisen. Dabei dürfen im Verlauf der zweiten Hälfte des ersten Steuerjahres nicht fünf oder weniger Anteilseigner Gesellschaftsanteile von mehr als 50 % halten ("5/50 rule“ bzw. „five-or-fewer rule“). Um sicherzustellen, dass diese Streubesitzgrundsätze eingehalten werden, beinhalten die meisten REIT-Gesellschaftsverträge Eigentumsbeschränkungen. So kann z.B. der Anteil einzelner Investoren, sofern keine Ausnahmegenehmigung der Geschäftsführung erteilt ist, auf 9,9 % des Gesamtkapitals limitiert sein. Teilweise wird auch mit Hilfe sogenannter „look through“-Regeln versucht, die Einhaltung dieser Mindeststreubesitzquote zu kontrollieren.

---

19 Vgl. KING (1999), S. 5-6.

20 Vgl. VÄTH (1999), S. 28-31.

21 Vgl. KING (1999), S. 4-5.

22 Vgl. CHAN/ ERICKSON/ WANG (2003), S. 14-15; KING (1999), S. 8.

23 Vgl. GREER/ FARRELL (1988), S. 464.

24 Vgl. JORGENSEN (1997), S. 22.

- **ANLAGERESTRIKTIONEN**

REITs dürfen Immobilien für ihren eigenen Bestand halten, verwalten und entwickeln. Ferner müssen die folgenden vierteljährlichen Vermögensstrukturkriterien und jährlichen Einkommensstrukturkriterien erfüllt werden.

Vierteljährlich zu erfüllende Vermögensstrukturkriterien

Mindestens 75 % des gesamten Vermögens müssen in Immobilienvermögen (Immobilien im In- und Ausland sowie Hypothekendarlehen), Anteilen an anderen REITs oder an Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs), Barmittel (inkl. zertifizierter Forderungen und Repo-Verträge) und Staatsanleihen investiert sein. Innerhalb eines Jahres nach einer Kapitalerhöhung können REITs das neu aufgenommene Kapital zudem in liquide Mittel oder Anleihen investieren.

Andere Investitionen dürfen nicht mehr als 25 % des REIT-Vermögens umfassen.

Ein REIT darf bis zu 100 % an einer körperschaftsteuerpflichtigen Tochtergesellschaft (sog. „Taxable REIT Subsidiary“ (TRS)) halten, der Wert einer solchen Beteiligungen darf jedoch 20 % des Gesamtwertes eines REIT nicht überschreiten. TRS wurden durch den „Tax Relief Extension Act“ (TREA) als Teil des „Ticket to Work and Work Incentives Improvement Act“ von 1999 ins Leben gerufen. REITs können über TRS den Mietern der Immobilien ein breites Spektrum an Dienstleistungen anbieten, ohne auf externe Partner angewiesen zu sein. Den TRS sind Geschäftstätigkeiten untersagt, die im Zusammenhang mit Gesundheitseinrichtungen, Krankenhäusern und ähnlichen Einrichtungen sowie Beherbergungseinrichtungen stehen. Ausnahmen gelten für Hotels, wenn diese von REITs gehalten werden, an ein TRS untervermietet werden und diese Tochtergesellschaft gleichzeitig einen Betreiber einstellt.

TRS werden auch bei Projektentwicklungsaktivitäten auf fremde Rechnung oder für Dritte (sogenannte „dealer property activities“) oder im Rahmen des Immobilienhandels eingesetzt. Allerdings sind jegliche Aktivitäten, die sich nicht auf das REIT-eigene Portfolio beziehen, von der Steuertransparenz ausgeschlossen und werden somit regulär auf Unternehmensebene besteuert. Dabei ist auch sichergestellt, dass die Steuerlast nicht durch überhöhte Fremdkapitalaufnahme durch den TRS beim REIT gemindert werden kann. Als TRS für ein- und denselben REIT werden Unternehmen angesehen, deren Stimmrechtsanteile oder Wert der ausstehenden Aktien zu 35 % von anderen TRS gehalten werden, ausgenommen der sogenannte „Qualified REIT Subsidiary“ (QRS).

Abgesehen von Beteiligungen an TRS oder den im 75 %-Kriterium beschriebenen Investitionen darf ein REIT weder direkt noch indirekt mehr als 10 % der Stimmrechtsanteile oder 10 % des Aktienkapitals eines Unternehmens halten, das keine REIT-Struktur hat.[25] Der Wert der Unternehmensanteile, die der REIT besitzt, darf zudem jeweils nicht mehr als 5 % des REIT-Vermögenswertes betragen. 1997 wurde im Zuge des „REIT Simplification Act" (REITSA) die Regelung aufgehoben, dass höchstens 30 % des Bruttogewinns aus dem Verkauf von Immobilien stammen dürfen, die sich weniger als vier Jahre im Besitz des REITs befanden.[26]

Tochterunternehmen von REITs, die nicht die Form einer TRS besitzen, müssen den gleichen Bestimmungen wie ein REIT selbst entsprechen. Sofern ein REIT Anteile an einer Partnerschaft hält, wird dem REIT im Hinblick auf das Vermögensstrukturkriterium das anteilige Vermögen der Partnerschaft zugerechnet.

Jährlich zu erfüllende Einkommenstrukturkriterien

Mindestens 75 % der Bruttoeinkünfte müssen aus den Mieten für Immobilien, den Zinseinkünften von Hypotheken, Ausschüttungen aus Anteilen an REITs, Gewinnen aus der Veräußerung von Immobilien (ausgenommen Immobilienhandelsgeschäfte), Immobilienanteilen, Anteilen an anderen REITs oder Hypothekendarlehen, Steuerrückzahlungen sowie bestimmten qualifizierten kurzfristigen Investitionen stammen.

Insgesamt dürfen nicht weniger als 95 % der Bruttoeinkünfte aus den genannten Einkünften zuzüglich Dividenden, Zinsen, Veräußerungsgewinnen von sonstigen Aktien und Wertpapieren und Einkünften aus Sicherungsgeschäften („hedging income") stammen.

- **MANAGEMENT**

REITs mussten früher per Gesetz für die Abwicklung ihres Aktivgeschäfts Dritte heranziehen. Dies führte insbesondere zu Problemen, wenn Banken sogenannte Mortgage REITs auflegten, über die sie z. T. ihre unattraktiven bzw. notleidenden Immobilienkredite an der Börse veräußerten. Die Restriktion auf ein externes Management führte zu einem klassischen Prinzipal-Agent-Konflikt, in dem die Bank als externer Manager ihre

---

[25] Die 10 % Regelung bezog sich anfänglich ausschließlich auf Stimmrechtsanteile, wodurch REITs die Möglichkeit hatten, über das Halten von Vorzugsaktien an Tochterunternehmen an Aktivgeschäften teilzunehmen. Diese Gesetzeslücke wurde geschlossen und als Alternative mit höherer Regelungsdichte wurden die TRS eingeführt.

[26] Vgl. CHAN/ ERICKSON/ WANG (2003), S. 31-32.

Position gegen die Interessen der Anleger zu verbessern suchte. 1986 wurde die Vorschrift zum externen Management durch den „REIT Modernization Act“ (RMA) aufgehoben, wodurch dem gesamten Markt ein Wachstumsimpuls versetzt wurde. Seither existieren REITs (internally-advised), welche einen hohen Eigenmanagementanteil haben, und REITs (externally-advised), welche immer noch externe Beratungsunternehmen für ihre Investitionsentscheidungen zu Hilfe nehmen.[27]

Ein weiterer Aspekt, der die innerbetriebliche Organisation betrifft, ist die Vergütung und Interessenidentität der Manager von REITs. So sind Manager von REITs meistens direkt am Kapital ihres Unternehmens beteiligt. Dies liegt hauptsächlich daran, dass viele Manager ehemalige Eigentümer sind und nach dem Börsengang das Management weiterführen.[28] Außerdem ist ihr Einkommen üblicherweise an die Performance und Größe des REITs gekoppelt.[29]

- **FREMDKAPITALEINSATZ**

Es bestehen keine Restriktionen bezüglich des Einsatzes von Fremdkapital. Laut UBS (2004) liegt die Fremdkapitalquote US-amerikanischer REITs bei durchschnittlich ca. 45 %.

- **AUSSCHÜTTUNGSVORSCHRIFTEN**

Generell müssen mindestens 90 % der steuerpflichtigen laufenden Einkünfte an die Anteilseigner ausgeschüttet werden müssen.[30] Die Instandhaltung der von den REITs gehaltenen Immobilien ist trotzdem möglich, da die Abschreibungen die Bemessungsgrundlage der auszuschüttenden Einkünfte verringern und so die kalkulatorischen Abschreibungen zur Innenfinanzierung einbehalten werden können. Veräußerungsgewinne unterliegen nicht der Ausschüttungsverpflichtung.

---

27 Vgl. AMBROSE/ LINNEMAN (2001), S. 141-142.

28 Vgl. FUNK/ SCHULZ-EICKHORST (2002), S. 805.

29 Vgl. CANNON/ VOGT (1995), S. 297-318; SCOTT/ ANDERSON/ LOVISCEK (2001), S. 248.

30 Vgl. PHYRR et al. (1989), S. 154-155; WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 741-753. Die Vorschrift besagt genauer, dass die Differenz zwischen 90 % der steuerpflichtigen laufenden Einkünfte und den überschüssigen Einkünften aus Nicht-Barvermögen, das sich aus vier Nicht-Barvermögenskategorien abzüglich 5 % der steuerpflichtigen laufenden Einkünfte ohne Berücksichtigung der Veräußerungsgewinne und vor Abzug von Dividendenzahlungen zusammensetzt, an die Anteilseigner ausgeschüttet werden muss (vgl. I.R.C. Section 857).

- **BÖRSENPFLICHT, RÜCKGABEMODALITÄTEN UND ANTEILSWERTERMITTLUNG**

Grundsätzlich unterliegen REITs keinen Begrenzungen bezüglich des Anlagevolumens. In der Praxis sind jedoch viele REITs an der Börse notiert, wobei die Anteilsscheine nach dem sogenannten „closed" Prinzip emittiert werden. Dieses Prinzip bedeutet, dass das Kapitalvolumen begrenzt ist und eine Aufstockung nur über eine Kapitalerhöhung erfolgen kann.[31] Ferner ist der REIT nicht zur Rücknahme der Anteilsscheine verpflichtet. Die Immobilien müssen nicht zum Marktwert bewertet werden.

- **PUBLIZITÄTSPFLICHTEN UND STAATLICHE AUFSICHT**

Börsengelistete REITs unterliegen grundsätzlich den gleichen Publizitätspflichten wie die übrigen gelisteten Unternehmen (insbesondere umfassende Quartals- und Jahresberichte). Zusätzlich wird von der NAREIT empfohlen, regelmäßig die „Funds From Operations", ein Maß für die Profitabilität von REITs, zu veröffentlichen. [32]

Die staatliche Aufsicht für börsengelistete REITs obliegt der Securities and Exchange Commission (SEC). Die Rechnungslegung im engeren Sinne wird vom Financial Accounting Standards Board (FASB) überwacht.

B.I.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

- **AUF EBENE DES REITS**

REITs werden als sogenannte „Investment Conduits" angesehen. Bei dieser Investmentform wird für inländische Anteilseigner eine Doppelbesteuerung dahingehend vermieden, dass a*usgeschüttete* Nettoeinkünfte allein der persönlichen Einkommensteuer des Aktionärs unterliegen, eine Besteuerung auf Ebene des REIT findet nicht statt.[33] Im Einzelnen ist die Besteuerung auf Unternehmensebene wie folgt geregelt.

– Unternehmens- und Quellenbesteuerung

Laufende Einkünfte:

Die Einkünfte eines REIT abzüglich der ausgeschütteten Dividenden und Beträge, die aufgrund anderer Regelungen besteuert werden (z.B. Nettoeinkünfte aus zwangsvollstreckten Immobilien, Strafen für das Verfehlen der Einkommensstrukturkriterien und Nettoeinkünfte aus untersagten Aktivitäten), werden auf Unternehmensebene mit dem

---

31 Vgl. SCHLAG (1995), S. 9-10; VÄTH (1999), S. 32-36.

32 Die genaue Definition von Funds From Operations findet sich auf der NAREIT-Website www.nareit.com.

33 Vgl. MARTICHELLI/ MACCRATE (1996), S. 7.

gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz besteuert. Auch Einkünfte aus steuerpflichtigten Tochtergesellschaften (Taxable REIT Subsidiaries (TRS)) unterliegen der Besteuerung.

Veräußerungsgewinne

Nicht ausgeschüttete Veräußerungsgewinne werden wie laufende Einkünfte auf Unternehmensebene mit dem gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz besteuert.

Quellenbesteuerung

Die Quellenbesteuerung wird auf Ausschüttungen an ausländische Anteilseigner erhoben und entspricht der Quellenbesteuerung gewöhnlicher Dividenden von Nicht-REITs.[34]

– Rechtsformumwandlung

Bei Wandlung muss eine Neubewertung durchgeführt werden. Die Differenz zwischen dem Marktwert und dem steuerrechtlichen Buchwert (stille Reserven) einer jeden Immobilie muss als „built-in gain" in dem Augenblick versteuert werden, in dem ein Unternehmen die Wandlung zum REIT vornimmt. Bei der Gründung eines UPREIT (siehe Abbildung 1) kann die Besteuerung auf zukünftige Perioden verschoben werden (Steuerstundungseffekt). Auch der REIT kann für den Aufschub dieser Besteuerung optieren. Die Besteuerung entfällt, falls der REIT die Immobilie zum Zeitpunkt der Wandlung schon mindestens 10 Jahre hält.

Sämtliche Gewinne und Gewinnvorträge, die vor der REIT-Umwandlung im Unternehmen erwirtschaftet wurden, müssen im ersten Steuerjahr des REIT an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.

– Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerbsteuer

Die meisten US-Staaten erheben sog. „transfer taxes" auf Akquisitionen von Immobilien. Die Höhe der Besteuerung hängt von der jeweiligen Regelung in den einzelnen Staaten ab.

- **AUF EBENE DES ANLEGERS**

– Inländische Anleger

Dividenden aus den laufenden qualifizierenden Einkünften eines REIT werden auf Ebene der inländischen Investoren mit dem vollen Einkommensteuersatz besteuert. Ist der

---

[34] Vgl. Abschnitt „Ausländische Anleger".

Anteilseigner ein Unternehmen, so gilt ein Steuersatz von 35 %. Inländische Pensionskassen und Versicherungen sind generell steuerbefreit.

Dividenden aus nicht qualifizierenden oder bereits auf REIT-Ebene versteuerten Einkünften, wie beispielsweise ausgeschüttete Dividenden eines TRS, werden mit einem verminderten Steuersatz von 15 % auf Anteilseignerebene versteuert. Dividenden aus qualifizierenden Einkünften eines anderen Steuerjahres, die auf REIT-Ebene aufgrund der Thesaurierung bereits versteuert wurden, werden ebenfalls mit dem verminderten Steuersatz von 15 % versteuert. Dividenden aus Veräußerungsgewinnen werden nur dann mit einem Steuersatz von 15 % belegt, wenn sie nicht als Aufdeckung von Abschreibungen angesehen werden. Andernfalls beträgt der Steuersatz 25 %.

Wird eine Dividende von über 100 % des steuerpflichtigen US-GAAP Einkommens ausgeschüttet, dann wird der Überschuss als Kapitalrückführung („return of capital“) angesehen.[35] Da Abschreibungen grundsätzlich keine zahlungswirksamen Aufwendungen darstellen und ausgeschüttete Abschreibungen auf Anteilseignerebene ebenfalls nicht unmittelbar besteuert werden, schütten REITs häufig mehr als 100 % ihres steuerlichen Einkommens aus. Kapitalrückzahlungen werden nur besteuert, falls sie als Teil eines steuerlichen Veräußerungsgewinns auf Ebene des Anteilseigners realisiert werden. Daher sind Kapitalrückzahlungen in Form von Dividenden zunächst nicht zu versteuern, vielmehr mindern sie die Kostenbasis der Anteile. Somit wird die Besteuerung der Veräußerungsgewinne bis zu dem Zeitpunkt gestundet, an dem die Anteile veräußert werden.

– **Ausländische Anleger**

Alte Regelung: Bei Dividenden an ausländische Investoren wurde Quellensteuer einbehalten, wobei der Quellensteuersatz auf Dividenden aus laufenden Einkünften von 30 % je nach Doppelbesteuerungsabkommen gesenkt werden konnte. Die Quellenbesteuerung auf Dividenden aus Veräußerungserlösen von 35 % blieb hingegen in jedem Fall bestehen, da REIT Anteile unter dem „Foreign Investment in Real Property Act“ (FIRPTA) als „U.S. real property interest“ (USRPI) gelten und ausländische Investoren daher eine Einkommensteuererklärung in den USA abgeben mussten. Sofern sich die ausländischen Investoren unter amerikanischem Steuerrecht als Unternehmen klassifizierten, fiel zudem eine „branch tax“ an. Bei der Veräußerung von Anteilen entstand keine Quellenbesteuerung, sofern der Anteilseigner nicht mehr als 5 % der Anteile am REIT gehalten

---

35 Vgl. NAREIT (2004a).

hatte. Eine Quellensteuer von 10 % fiel bei Kapitalrückzahlung von mehrheitlich durch ausländische Investoren gehaltenen REITs an.

Neue Regelung: Die komplizierte Quellenbesteuerung von ausländischen Investoren wurde im „American Jobs Creation Act of 2004" vereinfacht und REIT Investoren werden fortan mit ausländischen Aktionären von Nicht-REITs gleichgestellt. So werden Dividenden fortan unter dem FIRPTA nicht mehr als USRPI, sondern als gewöhnliche Dividendeneinkünfte klassifiziert, sofern (1) die Ausschüttungen von Aktien stammen, die an einer US-amerikanischen Börse notiert sind, und (2) der ausländische Investor 5 % oder weniger von der Aktienklasse zu jedem Zeitpunkt des Steuerjahres hält.[36]

- **Regelungen bei Verlust des REIT-Status**

In den USA ging bislang die Regelung beim Verstoß gegen die konstituierenden Strukturmerkmale soweit, dass sich der REIT für einen Zeitraum von fünf Jahren nicht wieder für den REIT-Status qualifizieren kann. Diese Sanktion war zwar bereits durch Ausnahmeregelungen abgemildert werden, jedoch wurde die Verstoßregelung 2004 erweitert bzw. konkretisiert.

Im „American Jobs Creation Act of 2004" wurde diese Regung dahingehend abgemildert, dass der REIT seinen steuertransparenten Status bei kleineren bzw. vorübergehenden Verstößen („de-minimis violations") gegen die Einkommens- und Vermögensstrukturkriterien nicht zwangsläufig verliert, sondern dem REIT bei 1 %-iger Überschreitung der 5 % und 10 % Vermögenskriterien die Möglichkeit eingeräumt wird, innerhalb eines Zeitraumes von sechs Monaten diesen geringfügigen Verstoß dadurch zu beheben, dass das entsprechende Vermögen veräußert wird, oder die Vermögenskriterien nach Ablauf der Periode wieder eingehalten werden. Der REIT verliert bei einer begründeten, aber nicht nachlässigen Verletzung der Einkunftskriterien seinen steuertransparenten Status ebenfalls nicht. Bei nicht geringfügigen Verstößen gegen die Vermögenskriterien muss der REIT, um nicht seinen Status zu verlieren, ebenfalls nachweisen, dass diese nicht nachlässig entstanden sind und zudem das entsprechende Vermögen innerhalb von sechs Monaten verkaufen oder auf andere Art und Weise die Kriterien nach Ablauf von sechs Monaten erfüllen. Wird dies erfüllt, verliert der REIT auch bei wesentlichen Verstößen seinen REIT Status nicht. Allerdings muss er entweder 50.000 US-Dollar Strafe zahlen oder das Einkommen aus den die Grenze überschreitenden Vermögenswerten mit dem höchst möglichen Körperschaftsteuersatz versteuern. Verfehlt der REIT die Ausschüttungsverpflichtung, kann er dies in Form einer Fehlbetragsausschüttung nach-

---

[36] Vgl. NAREIT (2005b), S. 18-19.

bessern. Bei sonstigen Verstößen muss der REIT ebenfalls die fehlende Nachlässigkeit und Begründbarkeit nachweisen und zahlt für jeden Verstoß 50.000 US-Dollar.[37]

B.I.4 Besonderheiten des US-REIT-Regimes

Das US-amerikanische REIT-Regime weist im Vergleich zu anderen Regimes drei grundsätzliche Besonderheiten auf: erstens die oben beschriebenen TRS, zweitens die Unterscheidung in drei unterschiedliche Typenklassen und drittens die Konstruktionsformen des UP- und DownREIT.

Typenklassen: In den USA existieren verschiedene Typenklassen von REITs: Equity-, Mortgage- und Hybrid-REITs.[38] Während Equity REITs nur in Immobilien investieren, liegt die Hauptgeschäftstätigkeit von Mortgage-REITs in Hypothekendarlehen. Hybrid-REITs investieren sowohl in Immobilien als auch in Hypothekendarlehen. In den REIT-Regimen anderer Länder existiert ausschließlich die Form des Equity-REIT, die laut NAREIT (2004b) mit 91 % der Marktkapitalisierung aller US-REITs, die mit Abstand bedeutsamste Typenklasse ausmacht.

UPREITs/DownREITs: Daneben lassen sich bei Equity-REITs Umbrella Partnership Real Estate Investment Trusts (UPREITs) und sog. DownREITs unterscheiden, die ebenfalls zwei US-spezifische Ausgestaltungsformen darstellen.[39] UPREITs sind seit 1992 mit Anwendung des I.R.C. 1031 in den U.S.A. möglich. Bis zu diesem Zeitpunkt war in den USA nur die traditionelle REIT-Konstruktion möglich, bei der ausschließlich direkt in Immobilienvermögen investiert werden konnte. Die UP- sowie die Down-REIT-Struktur ermöglichen hingegen eine Kombination des REIT mit einer Partnership Struktur. Dadurch wurde es vermögenden Immobilienunternehmen ermöglicht, Immobilien in einen REIT einzubringen, ohne dabei eine unmittelbare Besteuerung der stillen Reserven auszulösen. Die UPREIT-Struktur ermöglicht es, die Besteuerung der stillen Reserven sukzessiv über die Veräußerung kleinerer Anteile zu staffeln.

Die Formierung eines UPREIT kann vereinfacht in drei Schritten dargestellt werden. In einem ersten Schritt besteht eine Reihe von Geschlossenen Immobilienfonds, wobei ein Anteilseigner als gemeinsamer Komplementär fungiert. Entscheidet sich der Komplementär z.B. aus Refinanzierungsgründen für einen Börsengang oder die Veräußerung

---

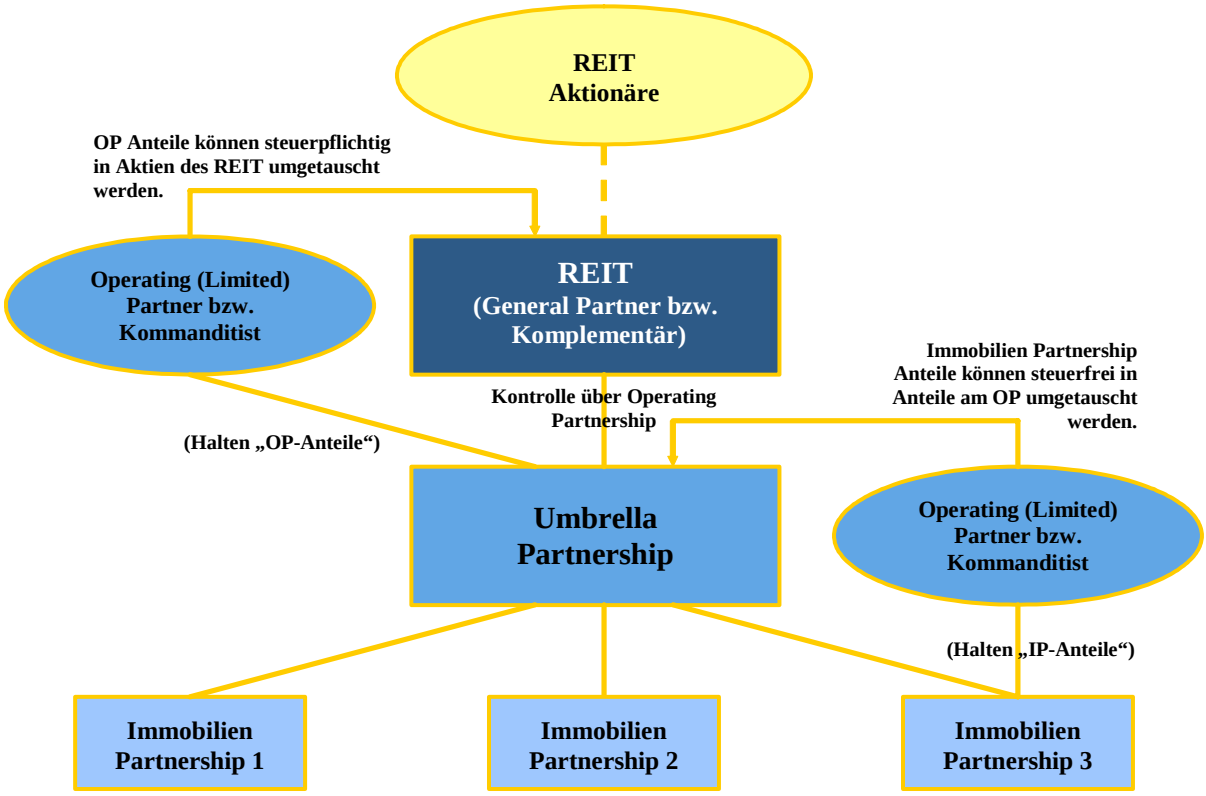
37 Vgl. Ebenda, S. 13-17.

38 Vgl. NAREIT (2004a); PHYRR et al. (1989), S. 155; SCHULTE et al. (2000), S. 67.

39 Vgl. hierzu die detaillierte Darstellung der UP- und DownREIT-Struktur in VÄTH (1999), S. 239-243.

der Anteile, wird ein geschlossener Dachfonds (Operating „Umbrella“ Partnership) gegründet, der später alle Anteile an den einzelnen Immobilienfonds halten soll.[40]

Abbildung 1: Struktur eines UPREITs



Quelle: In Anlehnung an Droste (2004), S. 21, und Frank (1993), S. 16f.

In diesen geschlossenen Dachfonds (Operating „Umbrella“ Partnership) bringt der Komplementär seine Anteile an den einzelnen Immobilienfondsgesellschaften ein. Die Kommanditisten können ihre Anteile ebenfalls einbringen. Im letzten Schritt tauscht der Komplementär seine Anteile an dem Dachfonds gegen Anteile am REIT oder veräußert die Anteile an diesen. Dadurch wird der REIT Komplementär des Dachfonds (Operating „Umbrella“ Partnership). Die anderen Kommanditisten des Dachfonds, die zuvor ihre Fondsanteile in diesen eingebracht haben, können ebenfalls sukzessiv oder vollständig ihre Anteile an den REIT verkaufen oder in REIT-Aktien umwandeln.

---

40 Vgl. NAREIT (2004a).

Der UPREIT ist in den USA deshalb so erfolgreich, da die Auflösung von stillen Reserven beim direkten Verkauf von Immobilien die sofortige Besteuerung der Veräußerungsgewinne auslöst. Hingegen gilt der Umtausch der Anteile an einem Partnership in Anteile an einem Umbrella Partnership als „tax-deferred contribution to a partnership" und unterliegt keiner Besteuerung.[41] Erst der Tausch oder die Veräußerung der Umbrella Partnership Anteile an den REIT führt zur Besteuerung. Die Besteuerung der Anteile wird durch sukzessive Veräußerung kleinerer Anteile gestreckt. Im Ergebnis stellt die UPREIT-Konstruktion eine Sekundärmarktmöglichkeit für illiquide Fondsanteile dar, die zudem erhebliche Steuervorteile bei der sukzessiven Veräußerung der Anteile hat.[42]

Der DownREIT ist dem UPREIT sehr ähnlich, mit dem Unterschied, dass bei der Gründung des REIT keine Gründung eines Operating Partnership vorgeschaltet wird, sondern der DownREIT Immobilienwerte direkt sowie indirekt durch verschiedene Operating Partnerships hält, bzw. später hinzufügt.[43] Die DownREIT Struktur baut sich somit in umgekehrtem Ablauf zum UPREIT auf. Der bestehende REIT kann durch Neugründung eines Down Partnerships Beteiligungen an verschiedenen Immobilien Partnerships erwerben. Dadurch ist es ihm möglich, Anteile an kleineren Partnerships zu erwerben, die eigenständig nicht die kritische Größe zur Kapitalmarktfähigkeit durch Formierung einer UPREIT-Konstruktion erreichen.[44] Es wird somit bestehenden REITs die Möglichkeit gegeben, steuerbegünstigte Immobilienakquisitionen durch eine hybride Struktur durchzuführen.

B.I.5 Eckdaten und Performance des US-Marktes

– *Eckdaten*

Die NAREIT weist derzeit 193 börsennotierte REITs in den USA aus, die eine Marktkapitalisierung von knapp 308 Mrd. US-Dollar (Stand. 1. Januar 05) erreichen. Darüber hinaus existieren ca. 800 weitere nicht-börsennotierte REITs.[45] Das größte Marktvolumen, gemessen an der Börsenkapitalisierung, weisen Equity REITs auf (rd. 275 Mrd. US- Dollar), das Segment der Mortgage REITs (rd. 26 Mrd. US-Dollar) und der Hybrid REITs (rd. 6,6 Mrd. US-Dollar) ist demgegenüber recht klein. Die Investorenstruktur ist

---

41 Vgl. BLACK (1995), S. 8.

42 Vgl. VÄTH (1999), S. 241.

43 Vgl. CHAN/ ERICKSON/ WANG (2003), S. 48-49; DAVIDSON et al. (2003), S. 429-432; KLEINMANN (1993), S. 33-40.

44 Vgl. VÄTH (1999), S. 242.

45 Siehe http://investinreits-beta.no-ip.org/faqtext.cfm#4 (Abrufdatum 14.05.2004)

stark durch institutionelle Investoren dominiert (vgl. Abbildung 2). Kleinanleger halten nur ca. 15 % des Anlagevolumens. Die Anlageschwerpunkte von REITs liegen vor allem bei Einzelhandelsimmobilen, im Büroimmobilienmarkt und bei Wohnimmobilien. Reine Industrieimmobilien umfassen mit 6,4 % nur einen kleineren Teil des Portfolios.

– *Performance*

Im Zeitraum 1980 bis 2004 rentierten Equity-REITs mit durchschnittlich 13,8 % p.a. US-amerikanische REITs weisen damit langfristig gesehen eine ähnliche Performance wie Standardaktien auf, haben aber eine geringere Volatilität (vgl. Tabelle 4). Dies drückt sich deutlich in einer höheren risikoadjustierten Rendite über den Zeitraum 1980 bis 2004 aus (Tabelle 6). Lediglich in den 1990er Jahren war die risikobereinigte Wertentwicklung von REITs geringer als die anderer Aktien, gemessen am MSCI-Aktienindex für die USA. Auch in Bezug auf den Rentenmarkt weisen REITs langfristig und in den meisten der betrachteten Teilperioden eine bessere Performance auf. Das bessere Rendite-Risiko-Profil von REITs wird entscheidend davon mitbestimmt, dass die Kurse der REITs vom technologiegetriebenen Aktienboom Ende der 1990er Jahre direkt nur wenig beeinflusst wurden.

Langfristig weisen REITs allerdings – bezogen auf die Monatsrenditen – durchaus eine positive und mit knapp 0,46 bis 0,48 nicht geringe Korrelation mit dem allgemeinen Aktienmarkt auf (vgl. Tabelle 5). Die Korrelation mit dem Rentenmarkt ist dagegen mit 0,14 bis 0,22 recht gering. In den in den Analysen unterschiedenen Teilzeiträumen variieren diese Korrelationen etwas, das generelle Muster einer höheren Korrelation mit dem Aktienmarkt und einer geringeren Korrelation mit dem Rentenmarkt bleibt aber bestehen.

Während die Korrelationsanalysen lediglich Aussagen über die Diversifikationspotenziale von REITs in der Kurzfristperspektive ermöglichen, lassen sich aus Kointegrationsanalysen Aussagen über langfristige Gleichgewichtsbeziehungen zwischen einzelnen Märkten ableiten. Diese Analysen zeigen, dass langfristig über den Zeitraum 1980 bis 2004 weder eine Kointegration mit dem Rentenmarkt noch mit dem Aktienmarkt besteht (vgl. Tabelle 9).[46]

---

[46] Glascock/Lu/So (2000) kommen dagegen zu dem Ergebnis, dass vor seit 1992 eine Kointegration mit dem Rentenmarkt, seit 1992 dagegen mit dem Aktienmarkt bestehe. Diese Ergebnisse, die auf Engle-Granger-Tests beruhen, konnten in der vorliegenden Untersuchung weder mit dem Engle-Granger-Verfahren noch mit dem Johansen-Verfahren reproduziert werden. Vermutlich geht die Interpretation von Glascock/Lu/So auf die Verwendung zu niedriger kritischer Werte in den Stationaritätstests für die Residuen der Kointegrationsschätzung zurück, da hier nicht die Originalwerte des von ihnen verwendeten ADF-Tests, sondern korrigierte Werte berücksichtigt werden müssen, die die Residualeigenschaft der Zeitreihe berücksichtigen.

Dagegen zeigt sich in der Langfristbetrachtung sowohl für Equity REITs als auch für den NAREIT Composite Index, der sowohl Equity-REITs als auch Mortgage- und Hybrid-REITs enthält, eine Kointegration mit der Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus.[47] Dies ist ein Indiz dafür, dass REITs ein probates Mittel zur langfristigen Absicherung eines Portfolios gegen Inflation darstellen. Ebenfalls erkennbar ist, dass die Entwicklung zumindest des NAREIT Composite Index langfristig mit der Entwicklung der Immobilienwerte, gemessen am NCREIF-Index, kointegriert ist.

Eine Betrachtung von Teilzeiträumen in der Kointegrationsanalyse ergibt etwas abweichende Ergebnisse: Angesichts der dynamischen Entwicklung der Marktkapitalisierung ab 1993 wurde der Gesamtzeitraum hier in die Periode 1980 bis 1992 und die darauf folgende Periode von 1993 bis 2004 unterteilt. So lässt sich für den REITs Composite Index eine Kointegration mit dem Aktienmarkt im Intervall 1980 bis 1992 nachweisen. Die Kointegrationsbeziehungen mit den Preisen sind dagegen weniger eindeutig. Im zweiten Teilzeitraums zeigen sich keine signifikanten Kointegrationsbeziehungen mehr. Die Betrachtung eines weiteren Teilzeitraum von 1993 bis 1998, der das Platzen der Technologieblase am Aktienmarkt ausblendet, zeigt jedoch ähnliche Tendenzen wie der Gesamtzeitraum und der erste Teilzeitraum: Es kann also davon ausgegangen werden, dass insbesondere die Auswirkungen der spekulativen Aktienmarktentwicklung Ende der 90er Jahre die langfristigen Gleichgewichtsbeziehungen vorübergehend beeinträchtigt haben.

Die Langfristbetrachtung der Anzahl der Unternehmen und der Marktkapitalisierung (Abbildung 4 und Abbildung 5) zeigt ein ausgeprägtes Marktwachstum im Anschluss an die Immobilienmarktkrise Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre, in der zugleich entscheidende Verbesserungen in der Regulierung (Omnibus Budget Reconciliation Act), in der gesellschaftsrechtlichen Gestaltung der REITs (UPREITs) und Verschlechterungen in den steuerrechtlichen Rahmenbedingungen für konkurrierende Anlageformen wirksam wurden. Der Trend zum Wachstum der Marktkapitalisierung ist seither ungebrochen, allerdings hat sich die Anzahl der börsennotierten REITs nicht weiter erhöht, sondern ist von 1993 bis 2003 gesunken. Die durchschnittliche Größe eines REIT nahm in diesem Zeitraum also erheblich zu. 2004 betrug die durchschnittliche Börsenkapitalisierung eines Equity REIT rund 1,8 Mrd. US-Dollar, 1993 waren es 220 Mio. US-Dollar. Eine Analyse der Umschlagshäufigkeit von REITs im Vergleich zu anderen Aktienindizes ergibt, dass US-amerikanische REITs im Durchschnitt keine ausgeprägten Liquiditätsnachteile aufweisen (vgl. Tabelle 7). Equity REITs weisen eine

---

[47] Allerdings werden für den Equity-Index unplausiblerweise zwei auf dem 5- %-Niveau signifikante Kointegrationsvektoren ausgewiesen.

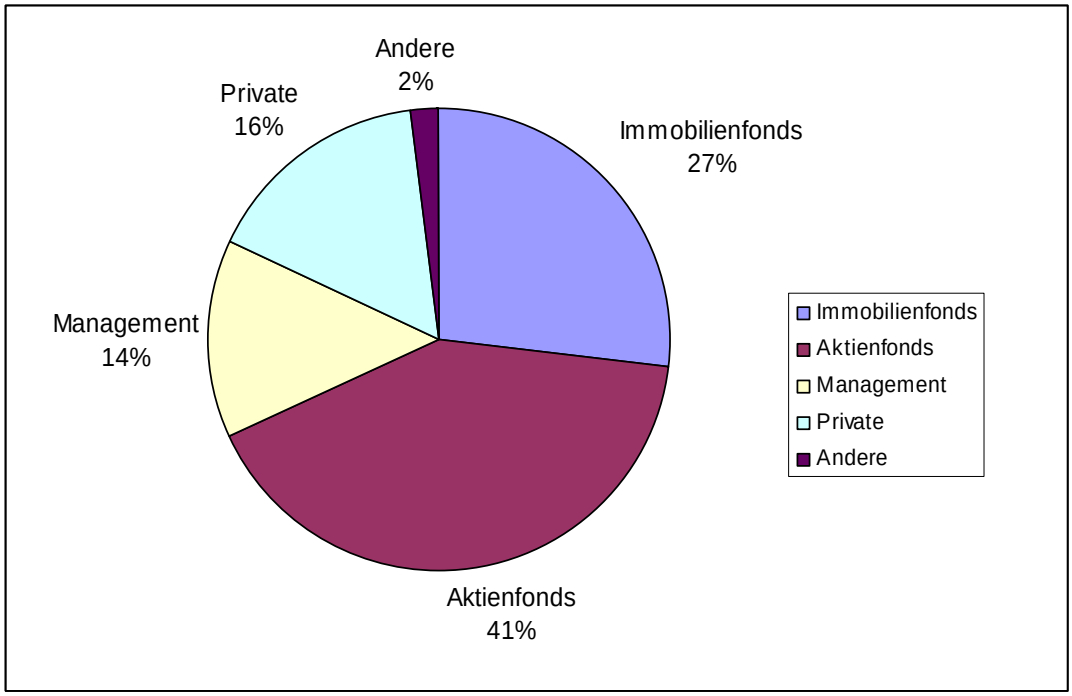
ähnlich hohe Umschlagshäufigkeit auf wie die anderen an der New York Stock Exchange gehandelten Aktien. Die Umschlagshäufigkeit der Mortgage REITs liegt deutlich niedriger.

Tabelle 3: Anzahl börsennotierte REITs nach Sektoren und Marktkapitalisierung

Anzahl	Sektor	Marktkapitalisierung (Mrd. US-Dollar)	Anteil in %
39	Industrial/Office	80,863.6	26.3
24	Office	50,539.6	16.4
8	Industrial	19,733.7	6.4
7	Mixed	10,590.3	3.4
34	Retail	74,745.5	24.3
19	Shopping Center	34,344.0	11.2
9	Regional Malls	34,927.7	11.3
6	Free Standing	5,473.8	1.8
27	Residential	46,910.5	15.2
22	Apartments	44,457.7	14.4
5	Manufactured Homes	2,452.7	0.8
17	Diversified	23,552.4	7.6
18	Lodging/Resorts	15,696.9	5.1
5	Self Storage	10,857.3	3.5
12	Health Care	15,205.5	4.9
8	Specialty	14,098.8	4.6
33	Mortgage	25,964.3	8.4
22	Home Financing	18,719.8	6.1
11	Commercial Financing	7,244.5	2.4
193	**Summe**	**307,894.7**	**100.0**

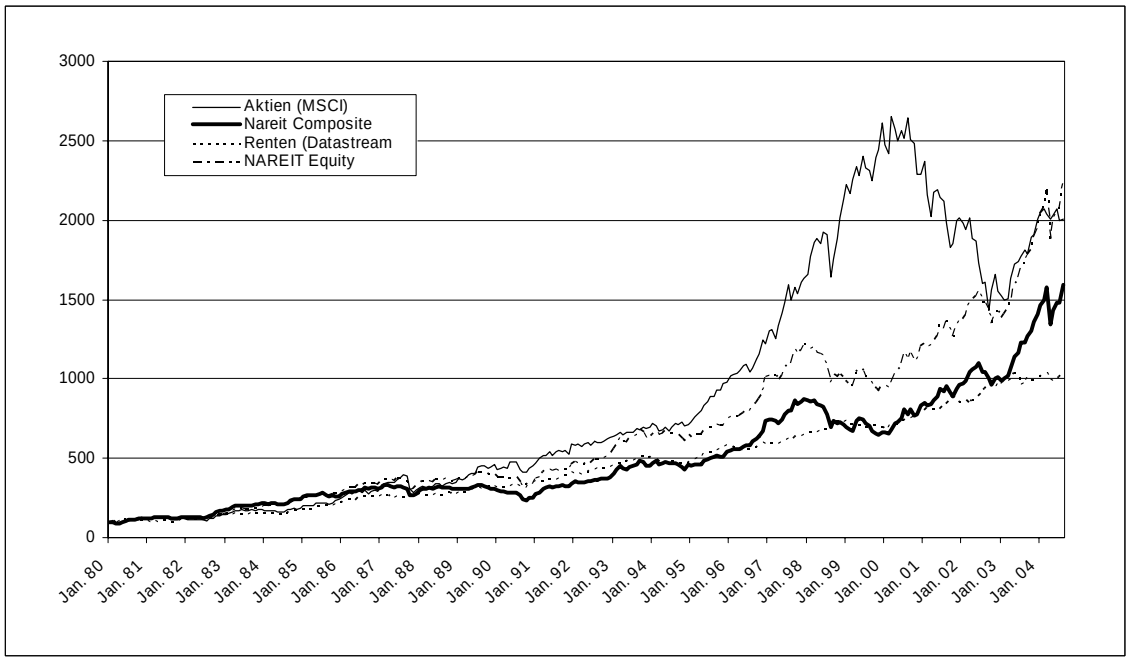
Quelle: NAREIT.

Abbildung 2: Investorenstruktur REITs



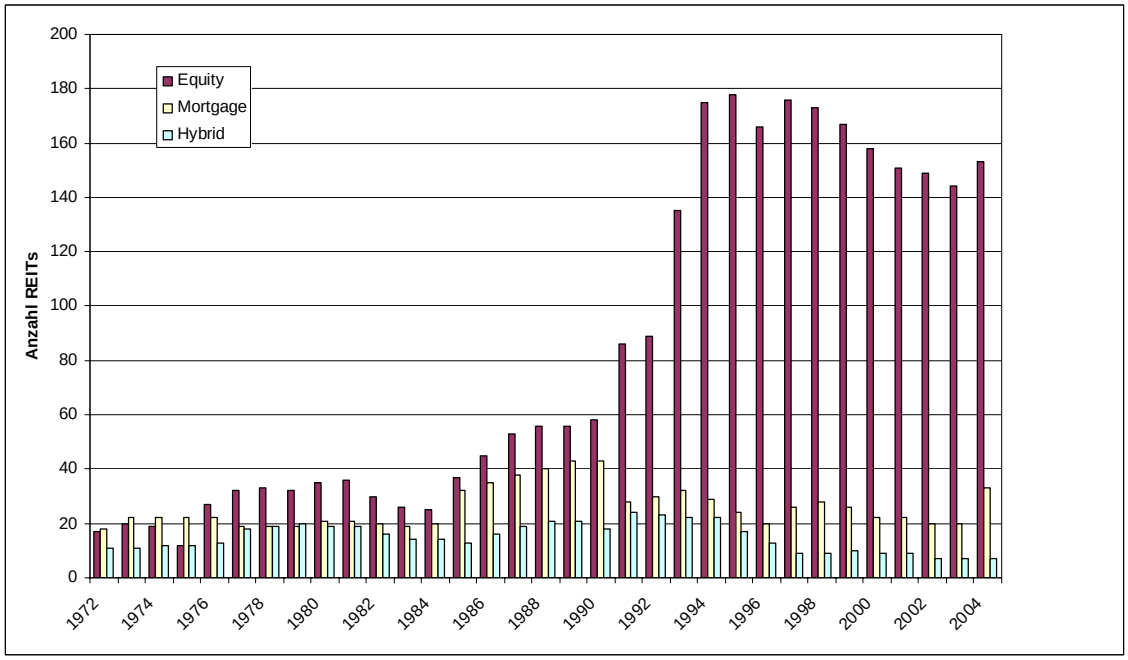
Quelle: Deutsche Bank (2004), Grafik ZEW.

Abbildung 3: Indexentwicklung REITs im Vergleich zum Aktien- und Rentenmarkt



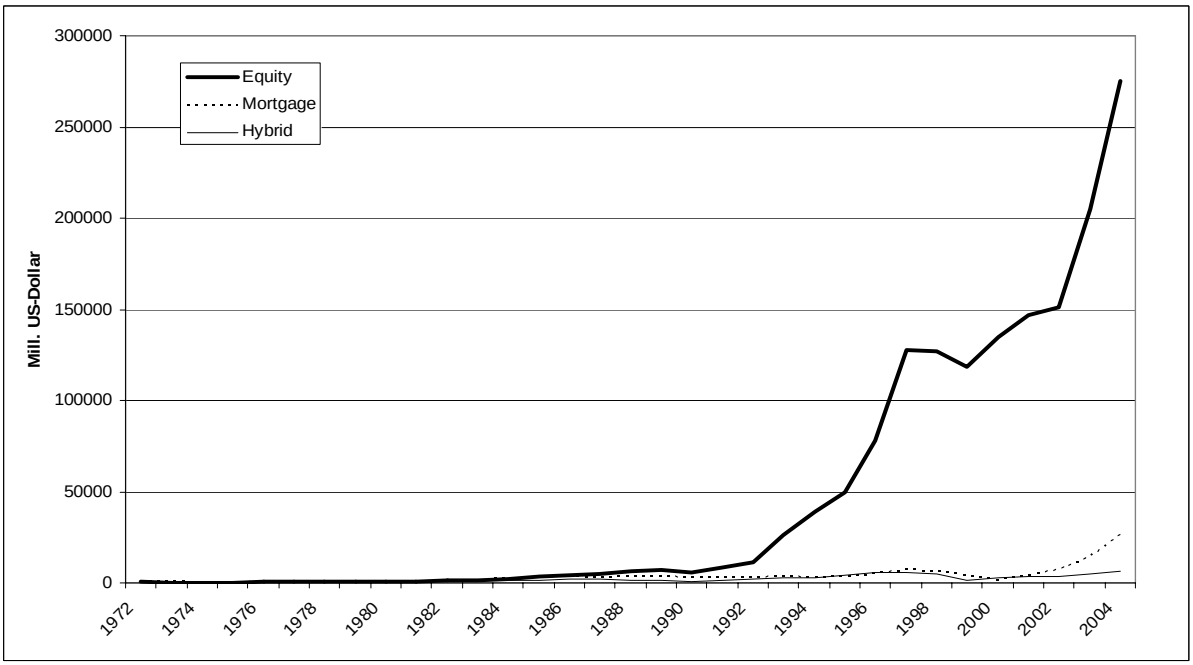
Quelle: NAREIT, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. REITs (NAREIT): Alle an der New York Stock Exchange, NASDAQ National Market System oder American Stock Exchange notierten REITs.

Abbildung 4: Anzahl REITs nach Typen USA



Quelle: NAREIT, Grafik ZEW.

Abbildung 5: Marktkapitalisierung REITs nach Typen USA



Quelle: NAREIT, Grafik ZEW.

Tabelle 4: Renditen und Standardabweichungen Aktien, Rentenwerte und REITs USA

	Renten (MSCI)		Aktien (MSCI)		REITs Composite		REITs Equity	
	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.
Jan. 1980 - Aug. 2004	9.8 %	8.2 %	13.2 %	15.4 %	12.18 %	12.8 %	13.8 %	12.7 %
Jan. 1990 - Dez. 2003	8.3 %	6.3 %	10.6 %	15.3 %	11.96 %	12.1 %	12.5 %	13.1 %
Jan. 1990 - Dez. 1995	10.2 %	5.9 %	13.5 %	11.7 %	10.07 %	11.4 %	11.0 %	12.5 %
Jan. 1996 - Dez. 2000	6.6 %	5.4 %	18.4 %	16.3 %	9.05 %	13.3 %	9.7 %	13.2 %
Jan. 2001 - Aug. 2004	7.4 %	8.0 %	-3.5 %	16.9 %	19.34 %	14.1 %	18.4 %	14.0 %

Quelle: NAREIT, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Alle Daten auf Basis von Monatswerten berechnet.

Tabelle 5: Korrelationen auf Basis von Monatsrenditen

	Aktien NAREIT Composite	Renten NAREIT Composite	Aktien NAREIT Equity	Renten NAREIT Equity
Jan. 1980 - Aug. 2004	0.48	0.22	0.46	0.14
Jan. 1990 - Dez. 2003	0.34	0.15	0.33	0.15
Jan. 1990 - Dez. 1995	0.52	0.37	0.51	0.38
Jan. 1996 - Dez. 2000	0.24	0.08	0.23	0.06
Jan. 2001 - Aug. 2004	0.35	0.00	0.34	- 0.01

Quelle: NAREIT, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen.

Tabelle 6: Sharpe-Ratio und Risk-adjusted Performance

		Renten	Aktien	US NAREIT Composite	US NAREIT Equity
Sharpe Ratio	Jan. 1980 - Aug. 2004	0.4	0.4	0.4	0.6
	Jan 1990 - Aug. 2004	0.6	0.4	0.6	0.6
	Jan 1990 - Dez. 1995	0.8	0.7	0.4	0.5
	Jan. 1996 - Dez. 2000	0.2	0.8	0.2	0.3
	Jan 2001 - Aug. 2004	0.7	-0.3	1.2	1.2
RAP	Jan.1980 - Aug. 2004	9.8 %	10.2 %	10.3 %	11.3 %
	Jan 1990 - Aug. 2004	8.3 %	7.1 %	8.5 %	8.4 %
	Jan 1990 - Dez. 1995	10.2 %	9.5 %	7.8 %	8.0 %
	Jan. 1996 - Dez. 2000	6.6 %	10.0 %	7.1 %	7.4 %
	Jan 2001 - Aug. 2004	7.4 %	-0.6 %	11.8 %	11.3 %

Quelle: NAREIT, Thomson Financial Datastream, Ecowin, ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Bond berechnet.

Tabelle 7: Liquidität im Vergleich zum Aktienmarkt

	Umsatz / Marktkapitalisierung
NAREIT Composite	101,6 %
NAREIT Equity	110,4 %
NAREIT Mortgage	46,9 %
NAREIT Hybrid	122,5 %
NASDAQ	235,7 %
NYSE	77,5 %

Quelle: NAREIT, WFE. Daten für Nyse und NASDAQ für inländische Unternehmen 2003, Daten für REITS bezogen auf den Juli 2004 (durchschnittliche tägliche Umsätze im Juli, hochgerechnet mit Faktor 250 und bezogen auf die Marktkapitalisierung vom Ende des Monats).

Tabelle 8: Ergebnisse der Einheitswurzeltests USA

ADF: Niveau

Zeitreihe	1980:1-2004:8	1980:1-1992:12	1993:1 – 2004:8	1993:1-1998:12
NAREIT Equity	-0.797	-1.462	-0.1341	-1.505
SP 500	-1.480	-0.704	-1.702	0.820
NAREIT Comp.	-0.701	-2.033	-0.033	-1.473
MSCI Bonds	-1.313	-0.1510	-0.512	-0.102
MSCI Aktien	-1.351	-0.534	-1.742	0.918
NCREIF	-0.229	-1.036	-0.261	1.103
CPI	-1.386	-0.988	-0.753	-2.396

ADF 1. Differenz

Zeitreihe	1980:1-2004:8	1980:1-1992:12	1993:1 – 2004:8	1993:1-1998:12
NAREIT Equity	-6.295***	-10.354***	-3.637091***	-1.694
SP 500	-4.790***	-12.089***	-1.692	-1.738
NAREIT Comp.	-6.110***	-4.761***	-2.393	-1.630
MSCI Bonds	-4.209***	-10.994***	-10.327***	-4.085***
MSCI Aktien	-4.788***	-11.992***	-1.660	-1.614
NCREIF	-2.409	-0.169	-2.753**	-1.671
CPI	-3.292**	-2.171	-9.081***	-0.407

Phillips–Perron: Niveau

Zeitreihe	1980:1-2004:8	1980:1-1992:12	1993:1 – 2004:8	1993:1-1998:12
NAREIT Equity	-0.821	-1.461	-0.129	-1.490
SP 500	-1.494	-0.676	-1.716	1.024
NAREIT Comp.	-0.713	-2.1220	-0.033	-1.456
MSCI Bonds	-1.195	-0.132	-0.493	-0.028
MSCI Aktien	-1.367	-0.485	-1.748	1.145
NCREIF	-1.276	-4.728***	1.002	5.429
CPI	-5.379***	-3.714**	-0.887	-2.999

Phillips–Perron 1. Differenz

Zeitreihe	1980:1-2004:8	1980:1-1992:12	1993:1 – 2004:8	1993:1-1998:12
NAREIT Equity	-15.580***	-10.191***	-11.713***	-7.639***
SP 500	-16.944***	-12.179***	-11.884***	-8.988***
NAREIT Comp.	-15.072***	-9.710***	-11.551***	-7.582***
MSCI Bonds	-14.970***	-10.927***	-10.327***	-6.454***
MSCI Aktien	-16.864***	-12.058***	-11.850***	-9.044***
NCREIF	-4.508***	-3.277***	-2.726**	-1.732
CPI	-9.307***	-5.941***	-8.942***	-7.153***

Quelle:ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Bonds */ **/*** Signifikanzniveau >90/95/99 %

Tabelle 9: Ergebnisse der Johansen-Kointegrationstests USA

Equity REITs

	Anzahl	1980:1 – 2004:8		1980:1 – 1992:12		1993:1 – 2004:8		1993:1 – 1998:12	
	K.bez.	Test	Signif.	Test	Signif.	Test	Signif.	Test	Signif.
SP 500	0	3.128	0.961	5.640	0.737	3.343	0.949	5.743	0.726
	0	3.027	0.945	4.225	0.835	3.109	0.939	5.067	0.733
MSCI Aktien	0	3.564	0.936	7.245	0.549	3.541	0.937	6.109	0.683
	0	3.248	0.929	5.861	0.631	3.288	0.926	5.075	0.732
MSCI Bonds[48]	0	11.078	0.207	9.741	0.301	5.231	0.784	4.192	0.887
	0	7.976	0.381	9.246	0.266	5.226	0.713	2.895	0.954
NCREIF[49]	0	11.493	0.183	7.541	0.516	21.612	0.155	11.795	0.167
	1	0.098	0.754	2.577	0.108	6.973	0.347	1.043	0.307
	0	11.394	0.136	4.963	0.747	14.639	0.214	10.752	0.167
	1	0.098	0.754	2.577	0.108	6.973	0.347	1.043	0.307
CPI	0	29.194	0.000	18.623	0.016	8.042	0.461	13.775	0.089
	1	5.980	0.015	3.841	0.035	0.928	0.335	1.264	0.261
	0	23.215	0.002	14.156	0.052	7.113	0.476	12.511	0.093
	1	5.980	0.015	3.841	0.346	0.928	0.335	1.264	0.261

REITs Composite

	Anzahl	1980:1 – 2004:8		1980:1 – 1992:12		1993:1 – 2004:8		1993:1 – 1998:12	
	K.bez.	Test	Signif.	Test	Signif.	Test	Signif.	Test	Signif.
SP 500	0	3.367	0.948	9.229	0.345	3.410	0.945	5.395	0.766
	0	3.125	0.938	8.439	0.336	3.060	0.942	4,993	0.743
MSCI Aktien	0	3.218[50]	0.956	15.297[51]	0.054	3.589	0.934	5.815	0.717
	0	3.037[50]	0.944	14.665[51]	0.043	3.216	0.931	5.171	0.720
MSCI Bonds[52]	0	5.717	0.729	7.605	0.509	4.397	0.869	4.168	0.890
	0	4.148	0.843	7.328	0.451	4.397	0.815	2.761	0.961
NCREIF[53]	0	14.324	0.075	15.383	0.052	8.817	0.383	16.034	0.041
	1	2.706	0.778	6.192	0.013	0.023	0.879	3.841	0.769
	0	14.255	0.050	9.191	0.271	8.794	0.304	14.265	0.268
	1	2.706	0.778	6.192	0.013	0.023	0.879	3.841	0.769
CPI	0	25.871	0.001	13.288	0.105	7.376	0.534	15.495	0.119
	1	3.143	0.076	1.780	0.182	1.062	0.303	3.841	0.264
	0	22.728	0.002	11.508	0.131	6.314	0.573	14.265	0.125
	1	3.143	0.076	1.780	0.182	1.062	0.303	3.841	0.264

Obere Zeile jeweils Trace-Statistik, untere Zeile jeweils max. Eigenvalue-Statistik.

48 Ab 1980:4.

49 Quartalsdaten: Intervalle 1980:1-2004:3, 1980:1-1992:4, 1993:1-2004:3, 1993:1-1998:4.

50 Ab 1980:6.

51 Ab 1980:4.

52 Ab 1980:3.

53 Quartalsdaten: Intervalle 1980:1-2004:3, 1980:1-1992:4, 1993:1 - 2004:3, 1993:1-1998:4.

B.II Kanada

B.II.1 Entstehungsgeschichte[54]

Die kanadischen REITs entwickelten sich historisch gesehen aus dem Versagen des Marktes für Offene Immobilienfonds. Kanadische Offene Fonds hatten, als Folge der kanadischen Immobilienmarktkrise in den späten 1980er und den frühen 1990er Jahren, hohe Rückgabequoten zu verzeichnen, denen sie in einem Umfeld fallender Immobilienpreise schließlich nicht mehr nachkommen konnten. 1993 wandelten sich zunächst drei große Fonds von Offenen in Geschlossene Fonds um, deren Anteile im Gegenzug zur Aufgabe der Rücknahmeverpflichtung nun an der Börse notiert sein mussten (erste Phase der Entwicklung der kanadischen REITs.) In dieser Phase wurde das kanadische Einkommensteuergesetz (Income Tax Act (I.T.A.)), das Geschlossenen Fonds Immobilieninvestitionen eigentlich untersagte, entsprechend angepasst. Allerdings war der Umfang der erlaubten Aktivitäten stark eingeschränkt, insbesondere war Immobilien-Projektentwicklung in den Fondsstatuten (declarations of trust, sogenannte „handshackle" declarations) weitestgehend ausgeschlossen.[55] Am Ende der kanadischen Rezession Mitte der 90er Jahre erlebten die REITs eine Wachstumsphase in einem Umfeld niedriger Inflation und niedriger Zinsen. Alternative Anlageformen rentierten vergleichsweise schlechter. In September 1996 schloss sich der letzte große Offene Fonds mit einem existierenden REIT zusammen. Zwei Monate später fands das erste IPO eines neuen REIT statt.

Im Anschluss an diese erste Phase der kanadischen REITs kam es zu einer zunehmenden Spezialisierung der Portfolios, während die ersten REITs – ihrem Ursprung in Offenen Fonds entsprechend – zunächst über ein breit diversifiziertes Portfolio verfügten. In dieser Phase wurden auch die ersten Tochtergesellschaften gegründet, die Aktivitäten ausführten, die den REITs in ihrem originären Geschäft untersagt waren und denen dafür die Immobilien vom REIT zur Verfügung gestellt wurden (z.B. Senior Care REITs, Hospitality REITs). Sogenannte Business REITs entstanden, die nicht nur passives Immobiliengeschäft ausübten, sondern auch operative Erträge aus Dienstleistungen erzielen konnten: „The evolution of the business REIT was a fundamental advance in the

---

54 Die Darstellung der Marktentwicklung basiert weitgehend auf Kapitel 1 des Canadian REIT-Handbook, das vom Canadian Institut of Public and Real Estate Companies (CIPREC) herausgegeben wird, und weiterem Datenmaterial, das uns von dort zu Verfügung gestellt wurde. Wir danken Carolyn Lane von CIPREC für die umfassende Unterstützung bei unseren Recherchen zum kanadischen REITs-Markt und die unentgeltliche Überlassung des Handbuchs.

55 Siehe Canadian REIT Handbook, 1-6.

evolution of the Canadian REIT, which has spawned a whole new generation of publicly listed business income trusts."[56]

In dieser zweiten Phase des Marktes wurde auch das Management zunehmend internalisiert, da die Vergütung des externen Managements häufig an die Anteilspreisentwicklung gekoppelt und damit zu teuer geworden war. Darüber hinaus erwies es sich als problematisch, einen Markennamen unter einem externen Management zu etablieren. Die Technologieblase an den Aktienmärkten Ende der 90er Jahre führte zu einer Konsolidierung im REIT-Markt, da die Kapitalbeschaffung im boomenden Börsenumfeld für die REITs mit ihren relativ zu Technologiewerten geringeren Renditeerwartungen schwieriger geworden war.

In der weiteren Entwicklung des Marktes kam es zur Einführung neuer Vertragskonstruktionen, die den kanadischen REITs einen erweiterten Umfang an Projektentwicklungsaktivitäten erlaubten. Darüber hinaus entwickelte sich als Reaktion auf die Anlagerestiktionen der REITs in der Form eines Geschlossenen Fonds (nicht mehr als 20 % außerhalb von Kanada, nicht mehr als 10 % in einem Anlageobjekt) ein neuer Typ eines börsengehandelten, aber Offenen Fonds. Das Rückgaberecht ist hier subsidiär ausgestaltet: Es bestehen ökonomische Anreize für den Investor, zunächst über die Börse zu verkaufen, bevor die Rückgabemöglichkeit über den Fonds genutzt wird (mit Abschlag auf den Marktpreis). Zudem ist die Rückgabemöglichkeit zu einem bestimmten Preis in einer bestimmten Zeiteinheit kontingentiert.

Neuere Entwicklung sind zudem die Ausdifferenzierung von Managementstrukturen in ein externes, performanceorientiertes Management und sog. „shared management platforms", die ein kostengünstiges Management auch für kleinere REITs erlauben, sowie in ein internes Management (für große REITs). Im Dezember 2003 waren 14 von 24 kanadischen REITs intern gemanagt.

B.II.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **RECHTSFORM**

Um sich als MFT zu qualifizieren, müssen zunächst die Anforderungen an einen Unit Trust erfüllt werden. Dies ist dann gegeben, wenn die Anteile in Form eines offenen Trusts zu 95 % auf Wunsch der Anteilseigner kündbar sind oder wenn die Anteile in Form eines geschlossenen Trusts gehalten werden.

---

56 Canadian REIT Handbook, S. 1-8.

Im Gegensatz zur Rechtskonstruktion von amerikanischen REITs ist die Haftung der Anteilseigner von nicht-börsennotierten Unit Trusts nicht begrenzt. Eine Änderung hin zu einer begrenzten Haftung befindet sich derzeitig im Entwurf.

- **EIGENTÜMERSTRUKTUR, STREUBESITZ UND BÖRSENAUFLAGEN**

Ein MFT muss mindestens 150 Anteilseigner haben, wobei unter bestimmten Voraussetzungen mehrere Anteilseigner als ein Einzelner angesehen werden. Als Anteilseigner gilt, wer mindestens einen sogenannten Anteilsblock hält. Ein Anteilsblock hat einen aggregierten Marktwert von mindestens 500 kanadischen Dollar. Ein MFT muss zudem „primär zu Gunsten kanadischer Investoren" bestehen. Aus diesem Grund haben die meisten MFTs eine Klausel, die ihnen erlaubt, Anteile ausländischer Investoren zurückzunehmen, sofern diese einen Anteil von 49 % oder mehr halten.[57]

Diese Regel zur Begrenzung der ausländischen Investmentanteile soll laut dem Budget-Entwurf vom 16. September 2004 durch ein „Fair Market Value" Kriterium ersetzt werden, wonach der objektive Marktwert aller nicht-kanadischen Anteile 50 % des Gesamtwertes nicht überschreiten darf.[58] Die Gesetzesänderung wurde bislang nicht umgesetzt und die kanadische Regierung befindet sich weiterhin in einem Konsultationsprozess.[59]

- **ANLAGERESTRIKTIONEN**

Kanadischen MFTs unterliegen sehr detaillierten Anlagerestriktionen. Die wichtigsten werden im Folgenden dargestellt.

Vermögensstrukturkriterien

– Nicht mehr als 10 % des Vermögens darf aus Anleihen, Wertpapieren oder Aktien des Kapitalstock eines nichtstaatlichen Unternehmens oder nichtstaatlichen Schuldners bestehen. Nicht mehr als 10 % einer Anlageklasse dürfen von einem Emittenten stammen.
– Nicht mehr als 10 % des Vermögens darf aus illiquiden bzw. nicht-börsennotierten Unternehmensanteilen bzw. Beteiligungen an Partnerschaften bestehen.

---

57 Vgl. BERNSTEIN/ WORNDL (2004).

58 Vgl. CAIF (2005a).

59 Vgl. CAIF (2005b).

- Es dürfen keine Anteile mit der Zielsetzung akquiriert werden, die Kontrolle über ein anderes Unternehmen zu erlangen.
- Es dürfen keine Rohstoffe außer Gold gekauft werden, die ferner nicht mehr als 10 % des Gesamtvermögens ausmachen dürfen.
- Derivate dürfen nur in Form von Absicherungsgeschäften oder zur Auflösung eines solchen Postens gehalten werden.
- Nicht mehr als 10 % des Vermögens darf in andere Anlagefonds investiert werden.

Einkommensstrukturkriterien

Mindestens 95 % der Einkünfte müssen aus Vermögenserträgen oder Veräußerungserlösen resultieren. Der „Unit Trust" muss sich als MFT qualifizieren und darf somit ausschließlich Immobilien akquirieren, halten, instandhalten, modernisieren und vermieten. Zudem darf er Immobilien im Bestand und solche, an denen der MFT Anteile und Rechte hält, managen.

Dabei darf ein MFT keine gewerbliche Tätigkeit wie z.B. Immobilienhandelsgeschäfte, Hotelmanagement oder Aktivitäten im betreuten Wohnen ausüben. Jedoch kann ein MFT Tochterunternehmen halten, die Gewerbe betreiben und die Immobilie von dem MFT mieten.

- **MANAGEMENT**

Kanadische MFTs werden durch ein internes oder externes Management geführt.

- **FREMDKAPITALEINSATZ**

Im I.T.A. ist keine Beschränkung des Fremdkapitaleinsatzes festgelegt. Eine Verschuldungsrestriktion ist jedoch üblicherweise in den Investitionsgrundsätzen des Gründungsvertrags und in den Prospekten des MFT dokumentiert. Laut UBS (2004) liegt der aktuelle durchschnittliche Fremdkapitalanteil börsennotierter MFTs bei ca. 35 %.

- **AUSSCHÜTTUNGSVORSCHRIFTEN**

Ein MFT ist verpflichtet, 85 % seiner Einkünfte und Veräußerungsgewinne an die Anteilseigner auszuschütten.[60] Abschreibungen werden ebenfalls ausgeschüttet, jedoch auf Anteilseignerebene nicht besteuert.[61] Dadurch geht dem MFT ein erheblicher Innenfi-

---

60 Vgl. NAREIT (2005c).

61 Vgl. CREIT (2005a).

nanzierungsspielraum verloren, da steuerlich in Kanada bei Gebäuden eine degressive Abschreibung von 4 % anerkannt wird. Im Ergebnis kann sich der MFT ausschließlich durch Wiederaufnahme von Eigenkapital am Kapitalmarkt refinanzieren, nicht durch die substanzerhaltene Reinvestition von kalkulatorischen Abschreibungsaufwendungen. Nicht ausgeschüttete Einkünfte werden mit 48,5 % auf Ebene des Trust besteuert.

- **BÖRSENPFLICHT, RÜCKGABEMODALITÄTEN UND ANTEILSWERTERMITTLUNG**

Börsennotierte MFTs haben keine Rücknahmeverpflichtung gegenüber den Anteilseignern. Nicht-börsennotierte MFTs müssen dagegen die Anteile auf Wunsch stets zurücknehmen. Der Anteilswert bestimmt sich bei börsennotierten MFTs aus der Bewertung der Anteile an der Börse, bei nicht-börsennotierten MFTs wird der Rücknahmepreis durch den Anteil am Verkehrswert der Immobilien des MFT ermittelt.

- **PUBLIZITÄTSPFLICHTEN UND STAATLICHE AUFSICHT**

Sofern der MFT börsennotiert ist, müssen die regulären Publizitätspflichten an der Börse erfüllt werden. Die Veröffentlichungspflichten sind umfangreich und decken sich weitgehend mit denen der übrigen gelisteten Unternehmen.[62] Bei nicht-börsennotierten MFTs sind die Publizitätspflichten weniger streng, jedoch kann der steuertransparente Status aufgehoben werden, sofern der MFT nicht die Voraussetzungen hierfür nachweist.

Die Aufsicht der MFTs obliegt grundsätzlich den jeweiligen Provinzen. Im Falle von gelisteten MFTs erfolgt die Überwachung zusätzlich durch die jeweilige Börse.

B.II.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

- **AUF EBENE DES MFT**

– Unternehmens- und Quellenbesteuerung

Laufende Einkünfte

Ein MFT ist nach dem I.T.A. nicht grundsätzlich steuertransparent. Die zu versteuernden Einkünfte werden wie die eines jeden steuerpflichtigen Subjektes ermittelt. Ausschüttungen werden auf Vorsteuerbasis ermittelt, das heißt nach Abzug von Abschreibungen.[63] Verluste können steuerlich nicht auf die Anteilseigner übertragen werden.

---

62 Vgl. CIPREC (2004), § 902.

63 Vgl. NAREIT (2005c).

Die Steuertransparenz wird implizit dadurch hergestellt, dass alle ausgeschütteten laufenden Einkünfte vom zu versteuernden Einkommen auf MFT-Ebene abzugsfähig sind.

Veräußerungsgewinne

Die Besteuerung der Veräußerungsgewinne entspricht der Besteuerung der laufenden Einkünfte, jedoch sind nur 50 % der Veräußerungsgewinne steuerlich anzusetzen. Entsprechend können auch 50 % der Verluste aus der Veräußerung mit den zu versteuernden Veräußerungsgewinnen verrechnet werden.

Quellenbesteuerung

Es wird 25 % Quellensteuer auf Dividenden an ausländische Anteilseigner erhoben, vorbehaltlich eines in Doppelbesteuerungsabkommen festgelegten niedrigeren Steuersatzes.

– Rechtsformumwandlung

Bei der Gründung von MFTs werden Unit Trusts umgewandelt. Dabei kommt es nicht zwangsläufig zu einer Auflösung von stillen Reserven. Immobilientransaktionen zwischen MFTs und Fusionen von MFTs sind ebenfalls nicht unmittelbar steuerlich relevant.

– Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerbsteuer

Einige Provinzen erheben Grunderwerbsteuer. In Ontario beträgt diese z.B. 1,5 %.

- **AUF EBENE DES ANLEGERS**

– Inländische Anleger

Der Steuersatz auf Ausschüttungen eines MFT unterscheidet sich zwischen den einzelnen kanadischen Provinzen bei Privatpersonen (39 % bis 48 %) und institutionellen Investoren (47,5 % bis 52,5 %). Ansonsten besteht in steuerlicher Hinsicht keine generelle Unterscheidung zwischen den beiden Investorengruppen.

Nur 50 % der ausgeschütteten Veräußerungsgewinne sind auf Anteilseignerebene wie auf MFT-Ebene steuerpflichtig.[64]

Die Ausschüttungen können höher sein, als die Berechnung auf Basis der steuerlichen Bemessungsgrundlage auf MFT-Ebene ergeben würde, da Abschreibungen ebenfalls

---

64 Vgl. BERNSTEIN/ WORNDL (2004).

ausgeschüttet werden müssen. Diese Mehrausschüttungen werden als Kapitalrückzahlungen steuerlich berücksichtigt und führen bei Veräußerung der Anteile zu höheren steuerlich relevanten Veräußerungsgewinnen. Sie werden im Gegenzug auf Anteilseignerebene als getrennt auszuweisender Dividendenanteil nicht besteuert. Beispielsweise betrug im Geschäftsjahr 2004 der steuerfreie Dividendenanteil des „Canadian Real Estate Investment Trust“ 52 % der ausgeschütteten Gesamtdividende.[65]

– Ausländische Anleger

Ausländische Anleger werden nicht zwingend nach dem I.T.A. besteuert. Ein ausländischer Anleger muss Veräußerungsgewinne der Anteile versteuern, sofern er innerhalb der letzten 60 Monate vor der Veräußerung mehr als 25 % der Anteile eines MFT gehalten hat.

Ausschüttungen, die über die Einkünfte eines MFT hinausgehen, werden als Kapitalrückzahlung bewertet. Kapitalrückzahlungen an in- und ausländische Anleger werden steuerlich zunächst nicht erfasst. Sie werden vielmehr erst später bei der Veräußerung von Anteilen in der Form berücksichtigt, dass sie den Anschaffungswert mindern und damit den Veräußerungsgewinn erhöhen.

Nach einem am 16. September 2004 veröffentlichten Gesetzesentwurf sollen Kapitalrückzahlungen an ausländische Investoren auch bei geringfügiger Beteiligung in Kanada versteuert werden.[66] Demnach soll zukünftig eine vereinfachte Besteuerung in Höhe von 15 % auf Kapitalrückzahlungen erfolgen, ohne dass eine Steuererklärung von ausländischen Investoren eingereicht werden muss. Verluste bei der Veräußerung von Anteilen können auf diese Steuer angerechnet werden. Buchverluste können bis zu drei Jahre rückwirkend angerechnet sowie in die Zukunft vorgetragen werden, jedoch ist dafür eine kanadische Steuererklärung nötig.

Zudem sollen künftig Gewinne, die bei der Veräußerung von Immobilien oder Anteilen an kanadischen Tochterunternehmen entstehen, erfasst und in einem eigenen Konto geführt werden. Sollten diese Veräußerungsgewinne an ausländische Investoren ausgeschüttet werden, so wird eine Quellensteuer von 25 % erhoben, vorbehaltlich anderslautender Bestimmungen in den jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommen.[67]

---

65 Vgl. CREIT (2005b).

66 Vgl. HLB DECISION ECONOMICS INC. (2004).

67 Vgl. Ebenda.

- **Regelungen bei Verlust des MFT-Status**

Bei Inkrafttreten des vorgeschlagenen 50 %-Kriterium, das die Begrenzung ausländischer Anteile regeln soll (s.o.), soll MFTs, deren ausländische Anteilseigner bereits vor dem 22. März 2004 mehr als 50 % hielten, bis zum 1. Januar 2007 Zeit gegeben werden, diese Regel erfüllen. Für alle anderen MFTs wäre diese Regelung bis Ende des Jahres zu erfüllen. Beim Verstoß gegen diese Regel – bzw. gegen das aktuell geltende Kriterium „primär zu Gunsten kanadischer Investoren" – , verliert der MFT seine Steuertransparenz. Außerdem werden die Ausschüttungen und Veräußerungsgewinne auf Anteilseignerebene in Kanada steuerpflichtig. Somit werden bei Verlust des MFT-Status alle ausländischen Anleger wie inländische Anleger in Kanada besteuert.[68]

B.II.4 Eckdaten und Performance

– *Eckdaten*

Erst 1997 erreichte die Kapitalisierung des kanadischen Marktes substanzielle Größenordnungen und wuchs seither im Trend sehr stark an (vgl. Abbildung 6 und Abbildung 7). 2004 existierten in Kanada 26 REITs mit einer Marktkapitalisierung von rd. 15,6 Mrd. kanadischen Dollar.

– *Performance*

Die Entwicklung des kanadischen REIT-Marktes lässt sich gut durch den Index der EPRA für Kanada abbilden, der mit dem REIT-spezifischen S&P-Index der Toronto Stock Exchange eng korreliert, aber eine längere Historie aufweist. Durchgängig sind Indexdaten allerdings erst seit 1997 verfügbar, weshalb die Zeitreihenanalysen für den kanadischen Markt kürzer als für den US-amerikanischen Markt ausfallen.

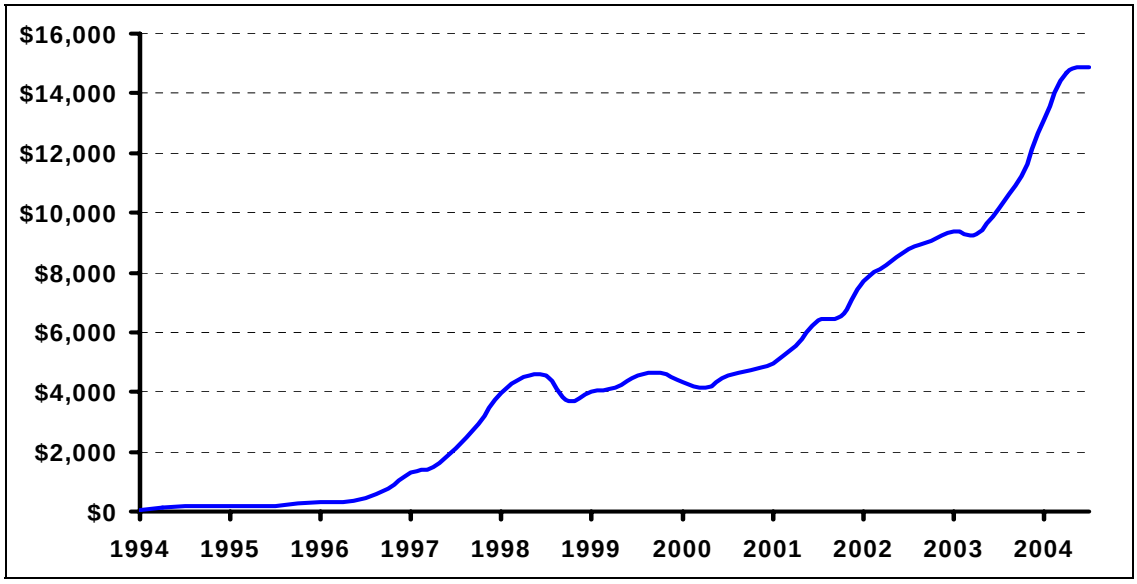
Kanadische REITs haben in der langfristigen Betrachtung (von 1997 bis 2004) sowie im Teilzeitraum 2001 bis 2004 eine höhere Performance aufgewiesen. Von 1997 bis 2004 betrug die jährliche Durchschnittsrendite 16,3 %. Lediglich im Teilzeitraum 1997 bis 2000 – in der Phase des spekulativen Börsenbooms also – war die risikoadjustierte Performance schlechter als die der beiden anderen Anlageklassen (Tabelle 11). Auch im kanadischen Markt zeigt sich eine positive Kurzfristkorrelation der REITs mit dem Aktienmarkt, auf allerdings geringerem Niveau als in den USA (Tabelle 10). Die Korrelation mit dem Rentenmarkt ist dagegen ähnlich schwach wie in den USA ausgeprägt. Die

---

68 Vgl. ENERPLUS RESOURCE FUND (2004).

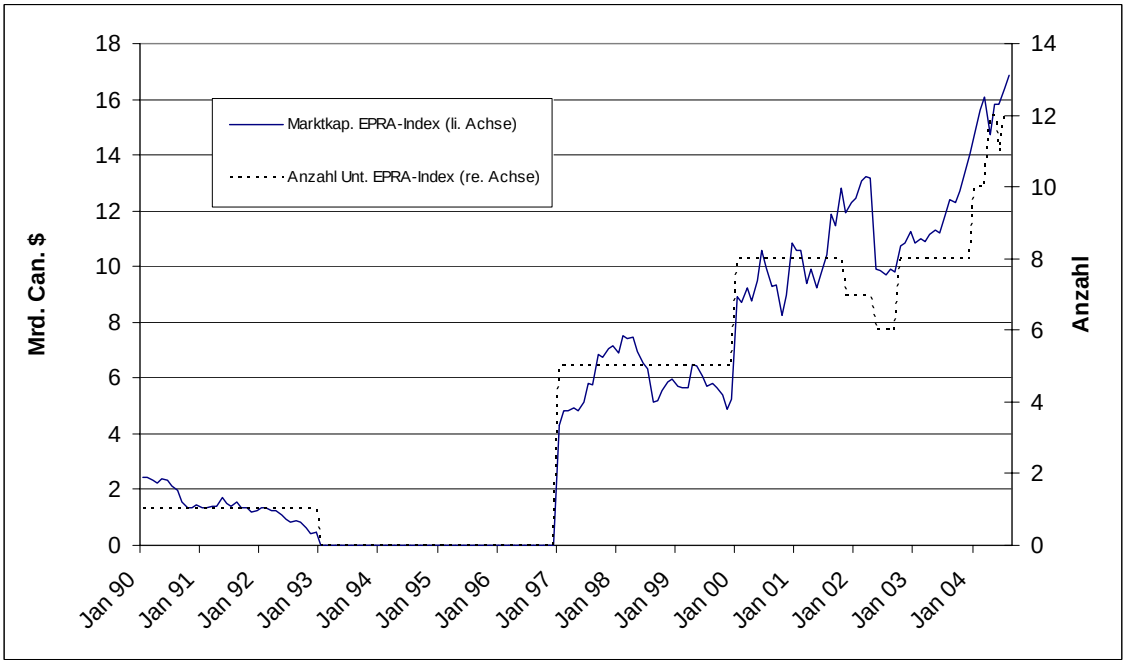
Ergebnisse der Kointegrationsanalysen, in deren Rahmen auf langfristige Gleichgewichtsbeziehungen zwischen den Anlageformen getestet wird, weisen über den Zeitraum von 1997 bis 2004 auf eine Kointegrationsbeziehung mit dem Rentenmarkt hin (Tabelle 12). Eine Kointegrationsbeziehung mit dem Preisniveau oder mit dem Aktienmarkt ist dagegen nicht festzustellen.

Abbildung 6: Marktkapitalisierung der kanadischen REITs



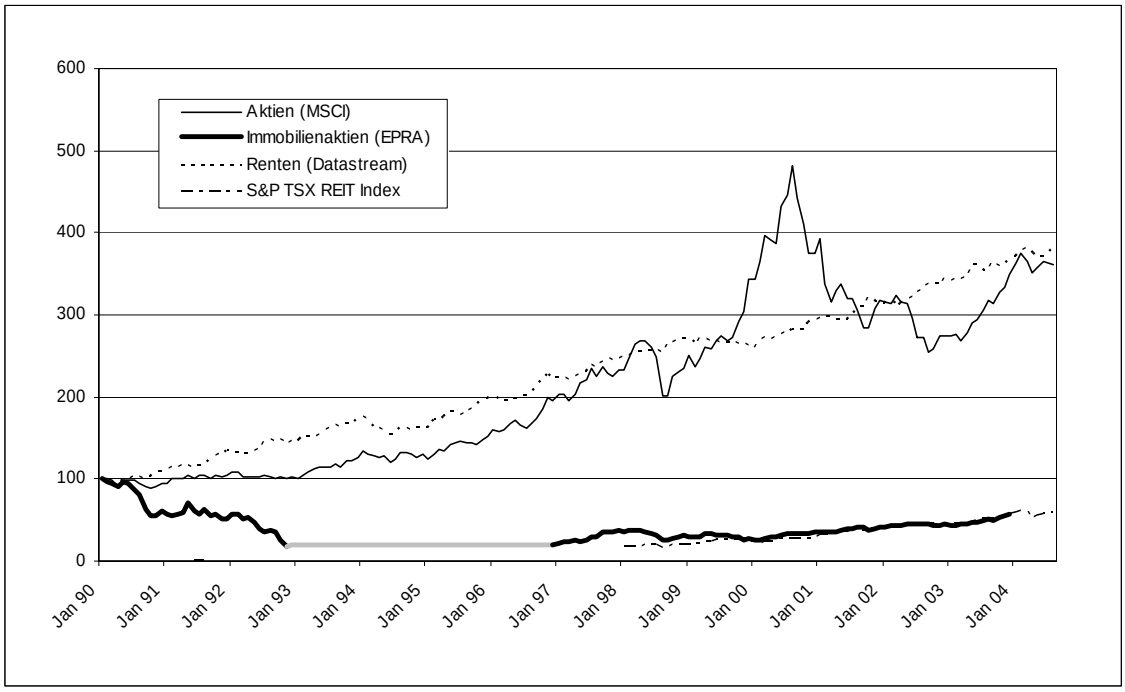
Quelle: CIPREC (2004a).

Abbildung 7: Marktkapitalisierung und Anzahl Unternehmen im EPRA Index Kanada



Quelle: EPRA, ZEW-Berechnungen.

Abbildung 8: Indexentwicklung Immobilienaktien im Vergleich zum Aktien- und Rentenmarkt Kanada



Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Immobilienaktien EPRA: börsennotierte REITs und sonstige Immobilienaktiengesellschaften, Mindestkriterien für Free Float und Umsatzvolumen müssen erfüllt sein. Von Januar 1993 bis Dezember 1996 war kein Unternehmen im Index.

Tabelle 10: Immobilienaktien: Rendite und Korrelation mit Aktien- und Rentenmarktindex Kanada

	Renten		Aktien		Immobilienaktien		Renditekorrelationen	
	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Immo.-Aktien	Immo.-Renten
Jan. 1997 – Aug. 2004*	7.3 %	5.0 %	8.3 %	18.3 %	16.3 %	18.3 %	0.29	0.09
Jan. 1997 - Dez. 2000*	7.2 %	5.0 %	16.6 %	20.4 %	12.8 %	22.9 %	0.42	0.24
Jan. 2001 - Aug. 2004	7.4 %	5.1 %	- 1.1 %	15.3 %	16.9 %	11.6 %	0.24	0.05

Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Verkürzte Zeitreihe, da von Januar 1993 bis Dezember 1996 kein Unternehmen im Index war. Alle Daten auf der Basis von Monatswerten berechnet.

Tabelle 11: Sharpe-Ratio und Risk-Adjusted Performance Kanada

		Renten	Aktien	Immobilienaktien
Sharpe Ratio	Jan. 1997 - Aug. 2004	-0.1	0.0	0.5
	Jan. 1997 - Dez. 2000	0.5	0.6	0.3
	Jan. 2001 - Aug. 2004	0.9	-0.3	1.2
RAP	Jan. 1997 - Aug. 2004	7.,3 %	7.9 %	10.1 %
	Jan. 1997 - Dez. 2000	7.2 %	7.7 %	6.6 %
	Jan. 2001 - Aug. 2004	7.4 %	1.7 %	9.1 %

Quelle: Thomson Financial Datastream, Ecowin, ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Bonds

Tabelle 12: Einheitswurzeltests und Konintegrationstests Kanada

Ergebnisse der Einheitswurzeltest				
	ADF Niveau	ADF 1. Dfiff.	PP Niveau	PP 1. Diff.
Aktien	-1,290	-2,680*	-1,517	-8,092***
Renten	1.334	-2,156	1.600	-9,924***
Immo.akt.	-1,066	-6,900***	-0,925	-6,887***
CPI	0,359	-7,818***	0,347	-7,683***
Ergebnisse der Johansen-Kointegrationstests				
	Trace	Signifikanz	Max Eigenval.	Signifikanz
Renten	16.526	0.035	13.608	0.063
Aktien	4.528	0.857	3.414	0.915
CPI	6.507	0.636	6.437	0.558

Quelle: ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Bonds */ **/*** Signifikanzniveau >90/95/99 %

B.III Australien

B.III.1 Entstehungsgeschichte

Steuertransparente Vehikel in Form des Unit Trust haben eine lange Tradition in Australien. Unter australischen REITs werden zumeist die „Listed Property Trusts“ (LPTs) verstanden, die die börsennotierte Form der Public Unit Trusts darstellen und bereits 1985 durch den australischen Gesetzgeber eingeführt worden. Ein starkes Wachstum zeigte der Markt allerdings ab Mitte der 1990er Jahre in einem Umfeld stabiler makroökonomischer Rahmenbedingungen mit geringen und stabilen Inflationsraten und Zinsen bei gleichzeitiger Finanzmarkderegulierung und der Gewährung von Steuervorteilen. Hinzu kamen anhaltend steigende Immobilienpreise, die durch die stetige Tendenz zum Leben in Ballungsräumen und in Küstenregionen induziert wurden.[69]

Wesentlicher Faktor für das Marktwachstum war in Australien das Bedürfnis nach Portfoliodiversifikation.[70] Hinzu kommt, dass der australische LPT-Markt in starkem Maße von Kapitalzuflüssen im Rahmen der obligatorischen kapitalgedeckten Altersvorsorge (sog. Superannuation Funds) profitierte.[71] Heute stellen die australischen LPTs den zweitgrößten REIT-Markt der Welt dar. LPTs sind die größten Teilnehmer am institutionellen Immobilieninvestmentmarkt in Australien. Gegenwärtig ist der australische LPT-Markt aufgrund des starken Marktwachstums allerdings durch eine Knappheit an hochwertigen Immobilien im Bestand geprägt. Aus diesem Grund werden zunehmend Investitionen in Übersee getätigt und neue Investitionsmöglichkeiten z.B. im Infrastrukturbereich gesucht.[72]

B.III.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **RECHTSFORM**

In Australien entsprechen REITs in ihrer rechtlichen Konstruktion den Unit Trusts. Generell wird dabei zwischen ortsansässigen und nicht-ortsansässigen Unit Trusts unterschieden. Sowohl ortsansässige als auch nicht-ortsansässige Unit Trusts können eine steuertransparente Struktur erlangen, sofern sie unter das australische Steuerregime fallen. Unit Trusts können, müssen aber nicht börsennotiert sein. Als Public Unit Trust

---

69 Vgl. West/Worthington (2003).

70 Grosvenor (2000), S. 23f.

71 Siehe zum System der Superannuation Funds Westerheide (2001), S. 11, siehe zur Bedeutung der Superannuation Funds für den LPT-Markt Thomson Financial (2004), S.13.

72 Housepeters (2002), S. 52.

werden Unit Trusts bezeichnet, die entweder an der Börse notiert sind oder mindestens 50 Anteilseigner aufweisen. Public Unit Trusts dürfen, um Steuertransparenz zu genießen, weder gewerblichen Grundstückshandel noch Projektentwicklung betreiben. Der börsennotierte Public Unit Trust wird auch als „Listed Property Trust“ (LPT) bezeichnet.

- **EIGENTÜMERSTRUKTUR, STREUBESITZ UND BÖRSENAUFLAGEN**

Zur Erlangung der Börsenreife muss ein Unit Trust mindestens 500 Anteilseigner aufweisen, deren Anteil jeweils mindestens 2.000 australische Dollar betragen muss. Die meisten großen Property Unit Trusts sind an der Börse notiert.

- **ANLAGERESTRIKTIONEN**

Nicht-börsennotierte Unit Trusts haben keine Anlagerestriktionen, d.h. sie können auch Immobilienhandel und Projektentwicklung betreiben.

Börsennotierte Unit Trusts (LPTs) dürfen neben passiven Immobilieninvestitionen nur in begrenztem Maße andere Aktivitäten ausüben. So darf Projektentwicklung z.B. im Bestand oder bei anschließender Vermietung für den Bestand, nicht jedoch bei anschließendem Verkauf durchgeführt werden. Der Großteil der Tätigkeiten muss aus sogenannten qualifizierenden Aktivitäten bestehen, eine genaue Regelung hierzu existiert jedoch nicht.

Ein Property Unit Trust darf ebenfalls in ausländische Immobilien investieren. Immobilienvermögen kann auch durch Anteile an einem Special Purpose Vehicle (SPV) gehalten werden.

- **MANAGEMENT**

Grundsätzlich soll die Vermögensverwaltung von einem externen Management durchgeführt werden. Jedoch können Anteile an LPTs auch mit Aktien des Asset Managers oder des Projektentwicklungsunternehmens verknüpft werden, sodass eine Beteiligungs- bzw. Organisationsstruktur entsteht, die einem internen Management ähnelt. Laut UBS (2004) findet sich diese Verknüpfungsstruktur bei rund einem Drittel der im LPT-Property-300-Index enthaltenen Unternehmen.

- **FREMDKAPITALEINSATZ**

Es bestehen keine Einschränkungen für den Einsatz von Fremdkapital. Laut UBS (2004) liegt der aktuelle durchschnittliche Fremdkapitalanteil bei ca. 32 %.

- **AUSSCHÜTTUNGSVORSCHRIFTEN**

Damit der Treuhänder des Unit Trust nicht 48,5 % Steuern auf die Nettoeinkünfte des Trust zahlen muss, müssen die Anteilseigner 100 % der steuerlichen Nettoeinkünfte und Veräußerungsgewinne inklusive der steuerlich vorausgetragenen Beträge ausgezahlt bekommen. LPTs schütten für gewöhnlich ihre Einkünfte vierteljährlich aus.

- **BÖRSENPFLICHT, RÜCKGABEMODALITÄTEN UND ANTEILSWERTERMITTLUNG**

LPTs sind grundsätzlich nicht zur Rücknahme der Anteile verpflichtet. Die Anteilseigner von nicht-börsennotierten Property Trusts können aber alle zwölf Monate ihre Anteile an den Property Trust zurückgeben.

- **PUBLIZITÄTSPFLICHTEN UND STAATLICHE AUFSICHT**

Die Veröffentlichungspflichten der börsennotierten LPTs ähneln weitgehend denen der übrigen notierten Unternehmen. Sie müssen halbjährig Finanzberichte inklusive Gewinn- und Verlustrechnungen und den Bilanzen veröffentlichen. Zudem müssen die Marktwerte der Immobilien dargestellt werden. Nicht-börsennotierte LPTs unterliegen abgeschwächten Publizitätspflichten.

Die Aufsicht wird parallel von der Australian Stock Exchange (Überwachung der börsennotierten Unternehmen) und der Australian Securities Investment Commission (generelle Überwachung der australischen Unternehmen) durchgeführt.

B.III.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

- **AUF EBENE DES LPT**

– Unternehmens- und Quellenbesteuerung

Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne

Laufende Einkünfte unterliegen grundsätzlich nicht der Besteuerung auf Gesellschaftsebene, sofern sie an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Bei Ausschüttungen inländischer Einkünfte an ausländische Anteilseigner fällt jedoch eine Quellensteuer an. Ausschüttungen über die laufenden Einkünfte hinaus, die durch die Ausschüttung nicht zahlungswirksamer Abschreibungsaufwendungen möglich sind, können zurückgestellt werden und fallen unter die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen. Durch die steuerliche Gleichbehandlung von einbehaltenen und ausgeschütteten Abschreibungen kann der LPT bzw. Unit Trust flexibel darüber entscheiden, Abschreibungen zur Innenfinanzierung zu nutzen oder die Ausschüttungsquote zu erhöhen, ohne dass die Anteilseigner steuerlich schlechter gestellt werden. Bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen

kann die Bemessungsgrundlage um die Hälfte gekürzt werden. Steuerliche Verluste der Gesellschaft können nicht auf die Anteilseigner übertragen werden und verbleiben damit auf Trust-Ebene.

Quellenbesteuerung

Ausländische Investoren werden im Hinblick auf Erträge aus australischem Immobilienvermögen steuerlich grundsätzlich wie inländische Investoren behandelt. Ausschüttungen an Unternehmen, die aus australischen Immobilienerträgen stammen, werden mit 30 % belastet, Ausschüttungen an Privatanleger mit variablen Steuersätzen. Zins- und Dividendeneinkünfte ausländischer Anleger werden entsprechend Doppelbesteuerungsabkommen mit geringeren Quellensteuersätzen belastet. Unbeschränkt steuerpflichtige Investoren aus einem Herkunftsland, das keine Doppelbesteuerungsabkommen mit Australien hat, müssen eine Steuererklärung in Australien abgeben.[73]

– **Rechtsformumwandlung**

Es bestehen keine Umwandlungserleichterungen für australische Unit Trusts.

– **Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerbsteuer**

Kapitaleinlagen werden nicht besteuert. Eine Stempelgebühr fällt ausschließlich bei nicht-notierten Unit Trusts an und beträgt bis zu 6,75 % abhängig vom Marktwert der Immobilien oder des gezahlten Entgelts für Immobilien.

- **AUF EBENE DES ANLEGERS**

– **Inländische Anleger**

Ausschüttungen an inländische institutionelle Investoren aus laufenden Einkünften, Veräußerungsgewinne aus Immobiliengeschäften sowie Gewinne durch die Veräußerung von Anteilen unterliegen dem Körperschaftsteuersatz von 30 %. Kapitalrückzahlungen unterliegen nur der Besteuerung, wenn sie die Kostenbasis der Investition übersteigen. Das heißt, dass Abschreibungen zunächst steuerfrei an die Anteilseigener ausgeschüttet werden können, damit der Anteilseigner die Abschreibungen wie bei einer Direktinvestition nutzen kann. Bei Veräußerung der Anteile reduzieren die bereits ausgeschütteten Abschreibungen die steuerlichen Anschaffungskosten der Unit Trust Anteile. Privatanleger unterliegen einem Steuersatz von bis zu 48,5 %. Ausgeschüttete Veräußerungsgewinne und Gewinne bei der Veräußerung von Anteilen sind nur hälftig zu versteuern.

---

[73] Vgl. ERNST&YOUNG (2003).

– **Ausländische Anleger**

Institutionelle wie auch private ausländische Anleger müssen Erträge, die aus australischem Immobilienvermögen stammen, grundsätzlich in Australien versteuern. Der Steuersatz beträgt (wie bei inländischen Anlegern) 30 % für Unternehmen und 29 % bis 48,5 % für Privatanleger. Zins- und Dividendeneinkünfte der LPT werden gemäß Doppelbesteuerungsabkommen mit reduzierten Quellensteuersätzen besteuert.

Ausländische Anleger müssen Veräußerungsgewinne nur hälftig versteuern (derzeit in Revision). Bei der Veräußerung von Anteilen an börsennotierten LPTs werden Gewinne nur dann besteuert, wenn der Besitzanteil mindestens 10 % beträgt.

- **Regelungen bei Verlust des LPT-Status**

Sofern ein LPT die konstituierenden Strukturmerkmale nicht mehr erfüllt, verliert er den steuertransparenten Status und wird fortan wie ein gewöhnliches, steuerpflichtiges Unternehmen behandelt.[74]

B.III.4 Eckdaten und Performance

– *Eckdaten*

Derzeit existieren in Australien rund 50 LPTs, die eine Marktkapitalisierung von rund 75 Mrd. australischen Dollar aufweisen. Anlageschwerpunkte stellen Einzelhandels- und Büroimmobilien dar, Industrieimmobilien und Wohnanlagen nehmen nur einen kleinen Teil des Portfolios ein (Tabelle 13).

– *Performance*

Die Kapitalisierung des australischen Immobilienaktienmarktes ist insbesondere seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre sehr stark gestiegen. Der EPRA-Index für den australischen Immobilienaktienmarkt, der die Performance des Marktes für LPT gut abbildet, weist mit durchschnittlich 14,9 % je Jahr die höchste Performance aller Anlageklassen in langfristiger Betrachtung auf (Abbildung 10). Die risikoadjustierte Rendite lag im Intervall von 1990 bis August 2004 einen Prozentpunkt über der von Rententiteln und sogar 4 Prozentpunkte über der von Aktien (Tabelle 15). Nur in einer Teilperiode (Anfang bis Mitte der 90er Jahre) rentierten LPTs in risikoadjustierter Betrachtung schlechter als Rentenwerte. Eine besonders hohe Performance, verglichen mit den anderen Anlageklassen, zeigt sich dagegen im Zeitraum Januar 2001 bis August 2004. Es zeigt sich allerdings eine recht hohe Korrelation zwischen Aktienmarkt, Rentenmarkt und LPT-

---

74 Vgl. NAREIT (2005a).

Markt. Langfristig (im Intervall von 1990 bis 2004) liegt die Korrelation mit dem Aktienmarkt auf der Basis von Monatsrenditen bei 0.58, mit dem Rentenmarkt bei 0.45, so dass die kurzfristigen Diversifikationspotenziale eingeschränkt sind (Tabelle 14).

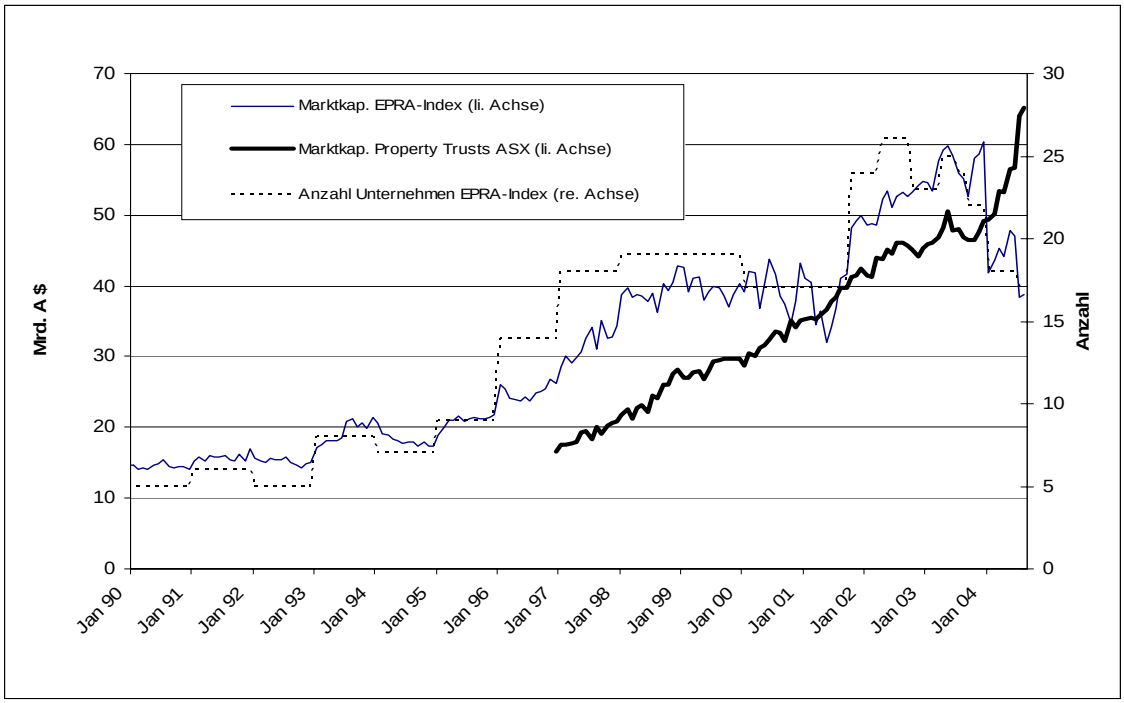
Langfristig ist keine auf üblichem Niveau signifikante Kointegration mit den anderen Anlageklassen festzustellen, allerdings auch nicht mit dem Verbraucherpreisindex (Tabelle 16). Die Ergebnisse der Kointegrationsanalysen deuten jedoch zumindest auf einen schwachen langfristigen Zusammenhang zwischen dem Rentenmarkt, dem Aktienmarkt und dem Markt für LPT.

Tabelle 13: Anlagestruktur Listed Property Trusts (ASX LPT-Index)

Immobilienkategorie	Anteil
Büro	30.4 %
Einzelhandel	54.8 %
Industrie	9.9 %
Hotel	1.8 %
Wohnungen	2.7 %
Andere	0.5 %

Quelle: UBS, Stand März 2004.

Abbildung 9: Entwicklung der Marktkapitalisierung und der Unternehmensanzahl



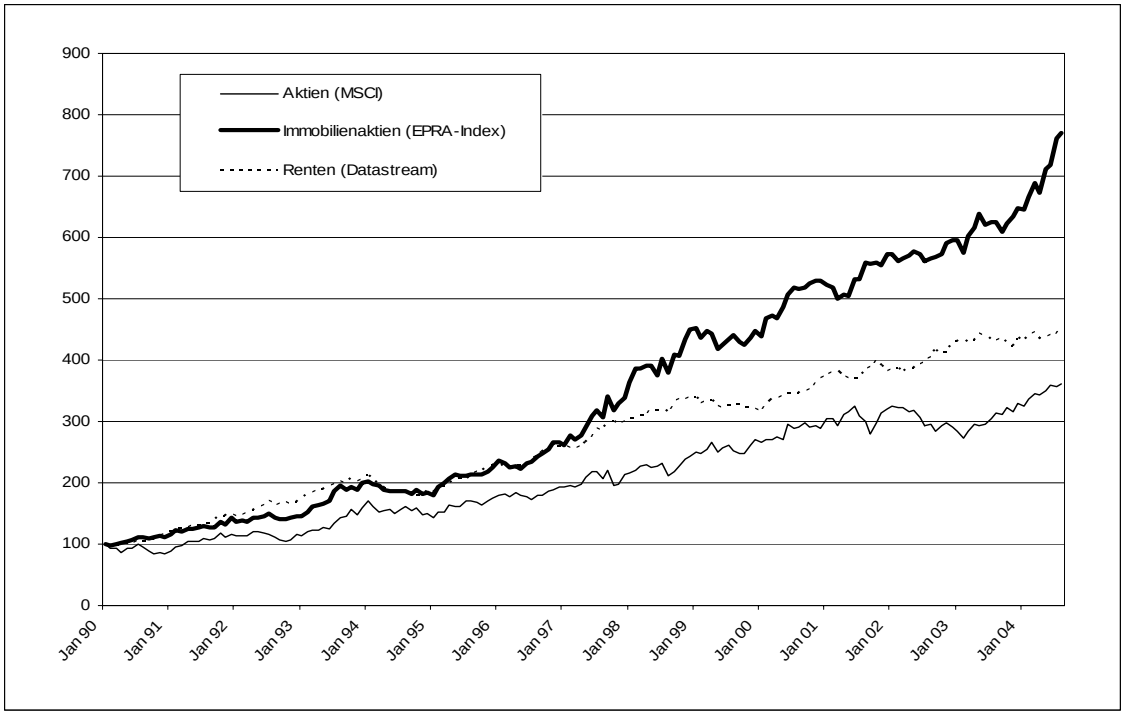
Quelle: Australian Stock Exchange, EPRA, ZEW-Berechnungen.

Tabelle 14: Durchschnittsrendite, Volatilität und kurzfristige Korrelation mit Aktien- und Rentenmarktindex auf Basis von Monatsrenditen

	Renten		Aktien		Immobilienaktien		Renditekorrelationen	
	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Immo.-Aktien	Immo.-Renten
Jan. 1990 - Aug. 2004	10.9 %	7.0 %	9.2 %	13.2 %	14.9 %	10.9 %	0.58	0.45
Jan. 1990 - Dez. 1995	14.7 %	8.1 %	9.8 %	15.0 %	14.5 %	10.7 %	0.66	0.58
Jan. 1996 - Dez. 2000	10.2 %	6.3 %	10.5 %	12.4 %	17.6 %	12.7 %	0.62	0.48
Jan. 2001 - Aug. 2004	5.7 %	5.9 %	6.4 %	11.4 %	10.8 %	8.5 %	0.35	0.07

Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Alle Daten aus der Basis von Monatswerten berechnet.

Abbildung 10: Indexentwicklung im Vergleich zum Aktien- und Rentenmarkt



Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Immobilienaktien (EPRA): börsennotierte Limited Property Trusts und sonstige Immobilienaktiengesellschaften, Mindestkriterien für Free Float und Umsatzvolumen müssen erfüllt sein.

Tabelle 15: Sharpe-Ratio und Risk-adjusted Performance

		Renten	Aktien	Immobilienaktien
Sharpe Ratio	Jan. 1990 - Aug. 2004	0.6	0.2	0.8
	Jan. 1990 - Dez. 1995	0.8	0.1	0.6
	Jan. 1996 - Dez. 2000	0.7	0.4	0.9
	Jan. 2001 - Aug. 2004	0.1	0.1	0.7
RAP	Jan. 1990 - Aug. 2004	10.9 %	7.9 %	11.9 %
	Jan. 1990 - Dez. 1995	14.7 %	8.9 %	12.9 %
	Jan. 1996 - Dez. 2000	10.2 %	8.2 %	11.6 %
	Jan. 2001 - Aug. 2004	5.7 %	5.7 %	9.1 %

Quelle: Thomson Financial Datastream, Ecowin, ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Renten.

Tabelle 16: Ergebnisse der Einheitswurzeltests und der Johansen-Kointegrationstests

Ergebnisse der Einheitswurzeltests				
	ADF Niveau	ADF 1. Diff.	PP Niveau	PP 1. Diff
Aktien	-0.824	-8.156***	-0.567	-15.143***
Renten	-2.043	-3.459**	-2.325	-12.163***
Immo.akt.	-0.794	-3.945***	-0.681	-16.693***
CPI	-0.177	-3.198**	-0.415	-6.352***
Ergebnisse der Johansen-Kointegrationstests				
	Trace	Signifikanz	Max Eigenval.	Signifikanz
Renten	12.433	0.137	11.024	0.235
Aktien	12.454	0.136	11.898	0.115
CPI	4.390	0.870	4.380	0.817

Quelle:ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Bonds */ **/*** Signifikanzniveau >90/95/99 %

B.IV Japan

B.IV.1 Entstehungsgeschichte

Im Zusammenhang mit einer Reihe von Investmentreformen, die die Liquidität der Kapitalmärkte steigern und den Anlegerschutz nach dem Zusammenbruch der japanischen Spekulationsblase in den 90er Jahren erhöhen sollten, wurden im November 2000 die japanischen REITs (JREITs) durch das Investmentfonds- und Anlagegesellschaftsgesetz ins Leben gerufen. Dabei orientierte man sich an der US-amerikanischen Gesetzgebung, um auch Kleinanlegern die Teilnahme am Immobilienmarkt zu ermöglichen.

Der Markt für japanische REITs konnte in den letzten Jahren sehr hohe Wachstumsraten verzeichnen. Induziert wurde das Wachstum einerseits durch den sich belebenden japanischen Immobilienmarkt: Nach der langen Phase des Preisverfalls von Immobilien in Japan fließen jetzt wieder größere Anlagevolumina von ausländischen Investoren[75] und japanischen Institutionellen (Regionalbanken und Pensionsfonds[76]) in den Immobilienmarkt. Den Wohnimmobilienmarkt hat darüber hinaus eine Erbschaftsteuerreform belebt, die die Vermögensbildung in Immobilien aus dem Erbschaftsmotiv heraus attraktiver werden ließ.[77]

JREITs sind derzeit in der Lage, sehr große Kapitalvolumina zu attrahieren und Finanzierungen zu ermöglichen, die für konkurrierende Unternehmen, die auf den Kreditmarkt angewiesen waren, nicht durchführbar waren.[78] Wesentliche Motivation für die Anlage in REITs ist die Diversifizierung von Portfoliorisiken und die niedrige Verzinsung alternativer Anlageformen. JREITs haben darüber hinaus den Markt für private Immobilienfonds stimuliert, da sie deren Ausstiegschancen nach der üblichen Haltedauer von lediglich 5-6 Jahren erhöhen.[79]

Allerdings spielt bislang die Anlage in Wohnimmobilien eine untergeordnete Rolle für REITs in Japan. Ihr Portfolio besteht zu beinahe drei Vierteln aus Büroimmobilien und zu weiteren rund 20 % aus Einzelhandelsimmobilien.[80] Hinter den japanischen REITs stehen oft Projektentwickler.[81] Für die Zukunft wird eine stärkere Fokussierung auf den

---

75 Böcker (2004).

76 Nishimura (2004), S. 1.

77 Tracy (2004).

78 Sawada (2004), S. 13.

79 Bastian (2004).

80 Nishimura (2004), S. 3.

81 Bastian (2004).

Wohnimmobilien- und den Logistiksektor erwartet. In Verbindung damit wird vermutet, dass der JREIT-Markt in eine Konsolidierungsphase eintritt, da die Immobilienpreise tendenziell steigen und zugleich stagnierende bzw. erst mit Zeitverzögerung steigende Mieten und damit tendenziell sinkende Renditen erwartet werden.[82]

B.IV.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **RECHTSFORM**

Zur Auflage eines JREITs sind grundsätzlich nur Unternehmen berechtigt, die staatliche Maklerlizenzen erwerben können. Hierzu müssen diese Unternehmen von der Finanzdienstleistungsbehörde eine Zulassung als sogenannte Asset-Management-Unternehmen erhalten. Die Asset-Management-Unternehmen können Immobilien über Zweckgesellschaften erwerben, die dann an einen JREIT übertragen werden.

Ein JREIT kann entweder als Trust oder als Unternehmen firmieren. Die Gründung des JREIT als Unternehmen ist weniger kompliziert, weshalb sich diese Rechtsform stärker etabliert hat. Das Grundkapital des Unternehmens muss mindestens 100 Millionen Yen betragen.

- **EIGENTÜMERSTRUKTUR, STREUBESITZ UND BÖRSENAUFLAGEN**

Eine Börsennotierung ist nicht verpflichtend. Wird diese jedoch angestrebt, so muss der JREIT vor dem Börsengang von mindestens 1.000 Anteilseignern gehalten werden. Der Börsengang selbst erfordert die Emission von mindestens 4.000 Anteilen.

- **ANLAGERESTRIKTIONEN**

Mindestens 75 % des JREIT-Vermögens muss in Immobilien oder Immobilienanlagen investiert sein. Mindestens 50 % des JREIT-Vermögens muss in einkunftserzielende Immobilien oder Immobilienanlagen investiert sein. Das Gesamtvermögen muss mindestens 5 Milliarden Yen betragen.

JREITs sind dazu verpflichtet, primär in sogenannte qualifizierte Anlagen zu investieren. Darunter werden direkte und indirekte Immobilienanlagen, aber auch immobilienbezogene Fremdkapitalanteile, Rechte und Erbpachtverträge verstanden. Sofern es in den Statuten eines JREIT explizit geregelt ist, können auch Transaktionen mit nicht-

---

82 Vgl. o.V. (2004).

qualifizierten Assets durchgeführt werden, mit deren operativer Abwicklung jedoch externe Partner betraut werden müssen.

JREITs ist es erlaubt, eine Beteiligung von maximal 50 % an einem Special Purpose Vehicle (SPV) zu halten. Sofern dieses SPV eine Partnerschaft in Form der „tukotei mokuteki kaisha“ (TMK) darstellt, ist unter zusätzlichen Bedingungen auch eine Beteiligung in Höhe von 100 % möglich[83]. Bezüglich Auslandsinvestitionen bestehen im Übrigen keine Restriktionen.

- **MANAGEMENT**

Ein externes Management ist vorgeschrieben.

- **FREMDKAPITALEINSATZ**

Es bestehen keine gesetzlichen Restriktionen für den Einsatz von Fremdkapital. Laut UBS (2004) liegt die aktuelle Fremdkapitalquote von JREITs im Durchschnitt (ähnlich den US-amerikanischen REITs) bei ca. 45 %.

- **AUSSCHÜTTUNGSVORSCHRIFTEN**

Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne müssen zu 90 % ausgeschüttet werden. Allerdings müssen nur die steuerlichen Gewinne ausgeschüttet werden, das heißt nach Abzug der buchhalterischen Abschreibungen.[84] JREITs können so den Investitionsbedarf zur Substanzerhaltung durch Innenfinanzierung decken.

- **BÖRSENPFLICHT, RÜCKGABEMODALITÄTEN UND ANTEILSWERTERMITTLUNG**

Geschlossene JREITs sind nicht zur Rücknahme der Anteile verpflichtet. Die Anteilswerte leiten sich von der Kapitalmarktbewertung ab.

---

83 Die TMK stellen ein spezielles Anlageinstrument im japanischen Immobilienmarkt dar, das – ähnlich wie die REITs – eine Umgehung der Besteuerung mit Körperschaftsteuer ermöglicht. Grundsätzlich müssen vor Gründung einer TMK die zu erwerbenden Assets benannt werden, für diese Assets muss ein Liquidationsplan aufgestellt werden und nach Liquidation der Assets erlischt die Gesellschaft. Um Steuerbegünstigungen erhalten zu können, müssen TMK Anleihen emittieren oder Investmentzertifikate herausgeben, die von mehr als 50 Investoren oder von qualifizierten institutionellen Investoren gehalten werden. Zu weiteren Details siehe White & Case (2001).

84 Vgl. NAREIT (2005c).

- **PUBLIZITÄTSPFLICHTEN UND STAATLICHE AUFSICHT**

Die meisten Geschäfts- und Finanzdaten müssen halbjährlich veröffentlicht werden (in Kürze wird eine Quartalsberichterstattung vorgeschrieben sein). Der Marktwert der Immobilien muss im Finanzbericht angegeben werden.

Die allgemeine Aufsicht wird vom japanischen Finanzministerium durchgeführt. Dort gibt es eine eigene Abteilung, die sich mit JREITs befasst. Börsengelistete JREITs werden zudem von der japanischen Finanzbehörde, der Financial Services Agency, überwacht.

B.IV.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

- **AUF EBENE DES JREIT**

– **Unternehmens- und Quellenbesteuerung**

Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne

Laufende Einkünfte des JREIT unterliegen der Unternehmensbesteuerung. Werden mehr als 90 % der laufenden Einkünfte ausgeschüttet, so minderten die Ausschüttungen bisher in vollem Umfang die Bemessungsgrundlage. Aufgrund einer Gesetzesänderung im Jahr 2004 gelten jedoch jetzt 57,4 % der von TMK erhaltenen Dividenden als nichtabzugsfähig.[85] Um von den steuerlichen Vergünstigungen zu profitieren müssen folgende Bedingungen erfüllt sein:

- Der JREIT ist nach Artikel 187 des Investmentfonds- und Anlagegesellschaftsgesetzes registriert.
- Entweder wurden die Aktien bei Gründung öffentlich gehandelt und das platzierte Kapital hatte einen Wert von mindestens 100 Millionen Yen, oder die Aktien bzw. Trust Anteilsscheine wurden zu Ende des Steuerjahres von mindestens 50 Personen oder ausschließlich von qualifizierten institutionellen Investoren gehalten.
- Die Aktien oder Anteilsscheine werden hauptsächlich in Japan angeboten.
- Die übliche Geschäftsperiode ist nicht länger als ein Jahr.
- Das JREIT-Vermögens ist an ein externes treuhänderisches Management abzutreten.
- Das Investmentunternehmen darf zum Ende des Fiskaljahres nicht als Familienunternehmen gelten.

---

85 Vgl. ERNST&YOUNG (2004).

- 90 % der ausschüttungsfähigen Einkünfte werden an die Anteilseigner ausgeschüttet. Ausschüttungsfähige Einkünfte setzen sich aus laufenden Einkünften des Geschäftsjahres und angefallenen Veräußerungsgewinnen zusammen.
- Der JREIT ist nicht Eigentümer von 50 % oder mehr an einem anderen Unternehmen.
- Der JREIT nimmt Fremdkapital nur von qualifizierten Institutionen auf.

Quellenbesteuerung

In Japan findet die Besteuerung grundsätzlich zunächst an der Quelle statt. Bei ausländischen Investoren wird daher wie bei inländischen Anlegern generell ein Quellensteuersatz von 20 % erhoben, der aber vorübergehend abgesenkt werden kann. Die Quellensteuer ist für Steuerinländer auf die Einkommen- und Körperschaftsteuer anrechenbar. Die genaue Behandlung der Quellensteuer unterscheidet sich allerdings danach, welche Anlegergruppe betroffen ist.[86]

- **Rechtsformumwandlung**

Es bestehen keine gesonderten Regelungen für die Rechtsformumwandlung in JREITs. Stille Reserven müssen bei JREIT-Gründung versteuert werden. Allerdings gilt zeitlich befristet ein reduzierter Grunderwerbsteuersatz.

- **Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerbsteuer**

Bei einer Kapitalerhöhung fallen unabhängig vom Betrag Steuern in Höhe von 15.000 Yen an. JREITs unterliegen einem reduzierten Steuersatz für Akquisitionen und Eintragungen von 1 %. Dieser gilt jedoch nur bis zum 31. März 2006 und beträgt danach 2 %.[87]

- **AUF EBENE DES ANLEGERS**

- **Inländische Anleger**

Institutionelle Investoren: Für institutionelle Investoren wird auf Dividenden von börsennotierten JREITs eine Quellensteuer von 7 % erhoben. Dividenden von JREITs werden mit anderen Einkünften zusammengefasst und mit dem Körperschaftsteuersatz von 42 % belegt. Sie qualifizieren sich im Übrigen nicht für den sonst üblichen Besteuerungsausschluss von institutionellen Dividendeneinkünften. Ausschüttungseinkünfte

---

86 Vgl. den folgenden Unterpunkt „Auf Ebene des Anlegers".

87 Vgl. PRICEWATERHOUSECOOPERS (2004).

unter 500.000 Yen können mit einer Quellensteuer von 35 % belegt werden und müssen dann nicht weiter auf Ebene des institutionellen Investoren versteuert werden. Veräußerungsgewinne werden ebenfalls mit der Körperschaftsteuer belegt, Quellensteuer wird jedoch im Falle von börsennotierten JREITs nicht erhoben.

Bei der Veräußerung von JREIT Anteilen werden 1,05 % des Wertes an der Quelle einbehalten. Gewinne aus Anteilen von nicht-notierten JREITs unterliegen einer 26 % Quellensteuer.[88] Pensionsfonds müssen i.d.R. keine Steuern zahlen.

Privatanleger: Vom 1. Januar 2004 bis zum 31. März 2008 werden auf Dividenden an Privatpersonen eine Quellensteuer von 7 % und eine lokale Steuer von 3 % erhoben. Auf Veräußerungsgewinne werden vom 1. Januar 2003 bis zum 31. Dezember 2007 eine Einkommensteuer von 7 % und eine lokale Steuer von 3 % erhoben.

– **Ausländische Anleger**

An ausländische Privatinvestoren ausgeschüttete Dividenden von börsennotierten JREITs werden bei einer Beteiligungshöhe von weniger als 5 % mit einem reduzierten Quellensteuersatz von 10 % besteuert. Ausländische Körperschaften unterliegen in diesem Fall gar nur einer Quellensteuer von 7 %.[89] Durch Doppelbesteuerungsabkommen kann die Quellenbesteuerung auf Dividenden nach oben begrenzt werden.

Veräußerungsgewinne werden nicht besteuert, sofern der Anteilseigner nicht 5 % oder mehr der Aktien eines JREIT in einem Steuerjahr verkauft und zudem nicht in dem eigentlichen Verkaufsjahr sowie in den zwei Jahren zuvor 25 % oder mehr der Aktien eines JREIT gehalten hat.

- **Regelungen bei Verlust des JREIT-Status**

Jede Verletzung des Investmentfonds- und Anlagegesellschaftsgesetzes führt zum Verlust des JREITs Status.[90]

---

88 Vgl. SOEY (2001), S. 7; TSE (2001).

89 Vgl. PORTER/ EAST (2004), S. 13.

90 Vgl. NAREIT (2005).

B.IV.4 Eckdaten und Performance

– *Eckdaten*

Der japanische REIT-Markt ist seit seiner Einführung Ende 2000 schnell gewachsen (vgl. Abbildung 11 und Abbildung 14). Derzeit existieren 14 J-REITs mit einer Marktkapitalisierung von 1.500 Milliarden Yen (rd. 11 Mrd. Euro). Die Anlegerstruktur wird von Finanzdienstleistern dominiert, einen im internationalen Vergleich hohen Anteil nehmen ausländische Investoren und auch Privatanleger ein (Abbildung 12).

– *Performance*

Angesichts des kurzen Zeitraums seit Einführung der J-REITs und der noch späteren Einführung eines speziellen REIT-Index an der Tokioter Börse (TSE-REIT Index) lassen sich die längerfristigen Eigenschaften dieser Anlageklasse noch nicht beurteilen. Erste Analysen deuten darauf hin, dass das REIT-Segment eine geringere Volatilität als der Aktienmarkt (gemessen am TOPIX) aufweist. Bezüglich der Korrelationen mit anderen Anlageklassen zeigen Berechnungen auf der Basis von rollierenden 120-Tage-Durchschnitten einen instabilen Zusammenhang mit tendenziell steigenden, aber insgesamt noch recht geringen Korrelationen zum Aktienmarkt. Die Entwicklung der Korrelation des TSE mit dem Rentenmarkt lässt dagegen im gleichen Berechnungsmodus keinen Trend erkennen. [91] Analysiert man die Entwicklung des Marktes für börsennotierte Immobilienaktien in Japan über einen längeren Zeitraum, so ist eine im internationalen Vergleich enge Korrelation mit dem Aktienmarkt, dagegen nur eine geringe Korrelation mit dem Rentenmarkt zu erkennen (Tabelle 17). In langfristiger Betrachtung entspricht die Performance der japanischen Immobilienaktien weitgehend der des allgemeinen Aktienmarktes: Im Zeitraum von 1990 bis 2004 wurden im Durchschnitt negative Renditen erzielt. Die Immobilienaktien wiesen hier eine noch höhere Volatilität als die Aktienkurse auf, so dass die Sharpe-Ratio und die risikoadjustierte Performance schlechter als die für den allgemeinen Aktienmarkt ausfallen. Die Ergebnisse der Kointegrationstests zeigen keine langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen Aktienmarkt und Rentenmarkt einerseits und Immobilienaktienmarkt andererseits (Tabelle 19). Sie deuten auch nicht auf eine Kointegration mit dem allgemeinen Preisniveau hin.[92]

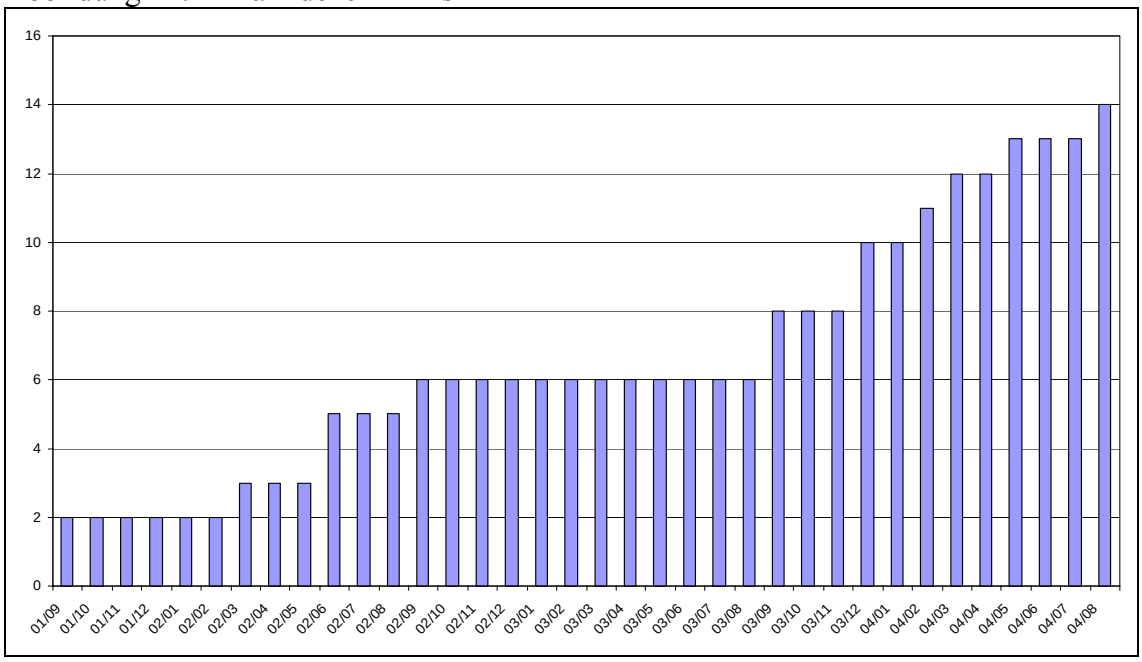
---

91 Sawada (2004).

92 Da Aktienkursindex und Immobilienaktienindex im betreffenden Zeitraum stationär sind, wird jeweils eine Kointegrationsbeziehung in Johansen-Test ausgewiesen. Die Teststatistiken für den Zusammenhang zwischen Rentenmarktindex und Immobilienaktienindex erweisen sich für zwei Kointegrationsbeziehungen als signifikant, zudem hat der Koeffizient für die Renten im Kointegrationsvektor das falsche Vorzeichen.

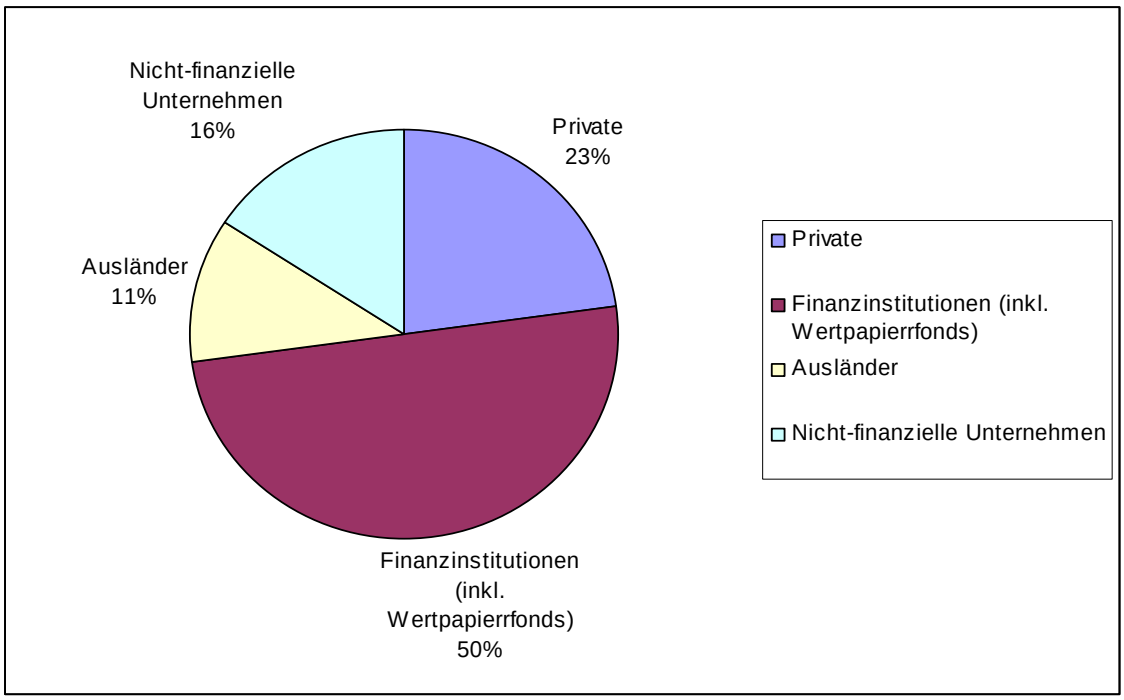
Die Entwicklung am aktuellen Rand zeigt, dass die Performance des REIT-Segments höher war als die des allgemeinen Immobilienaktienmarktes.

Abbildung 11: Anzahl der J-REITs



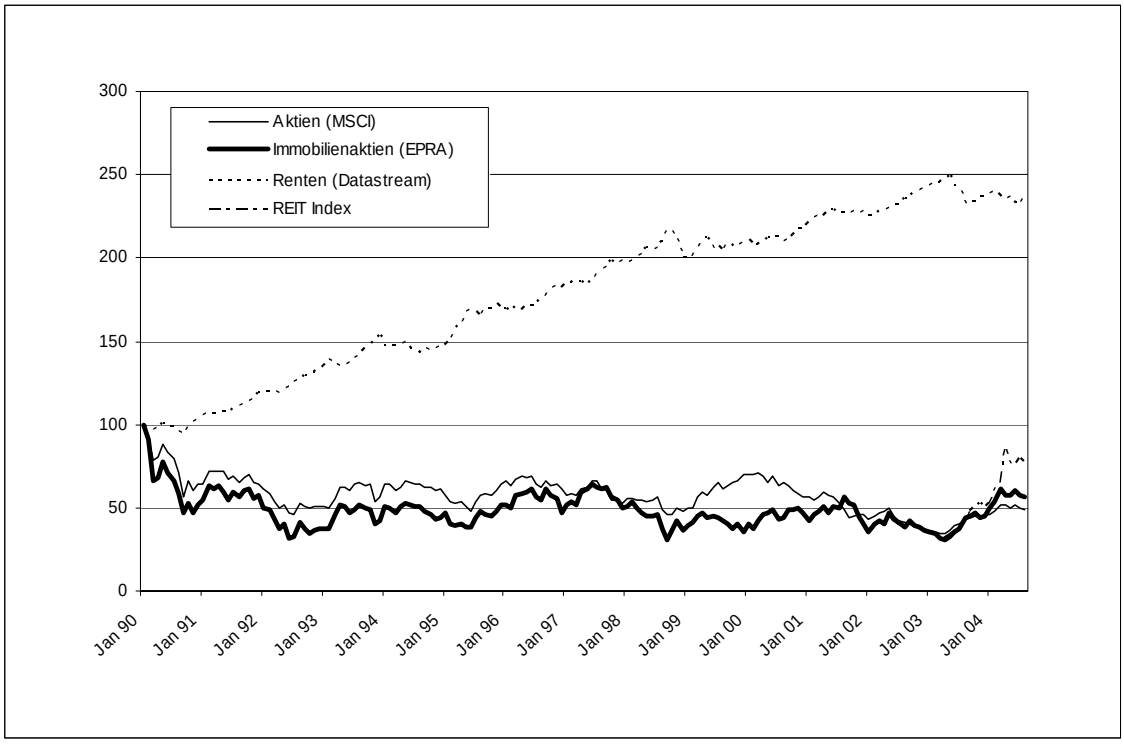
Quelle: Sawada (2004).

Abbildung 12: Anlegerstruktur japanische REITs



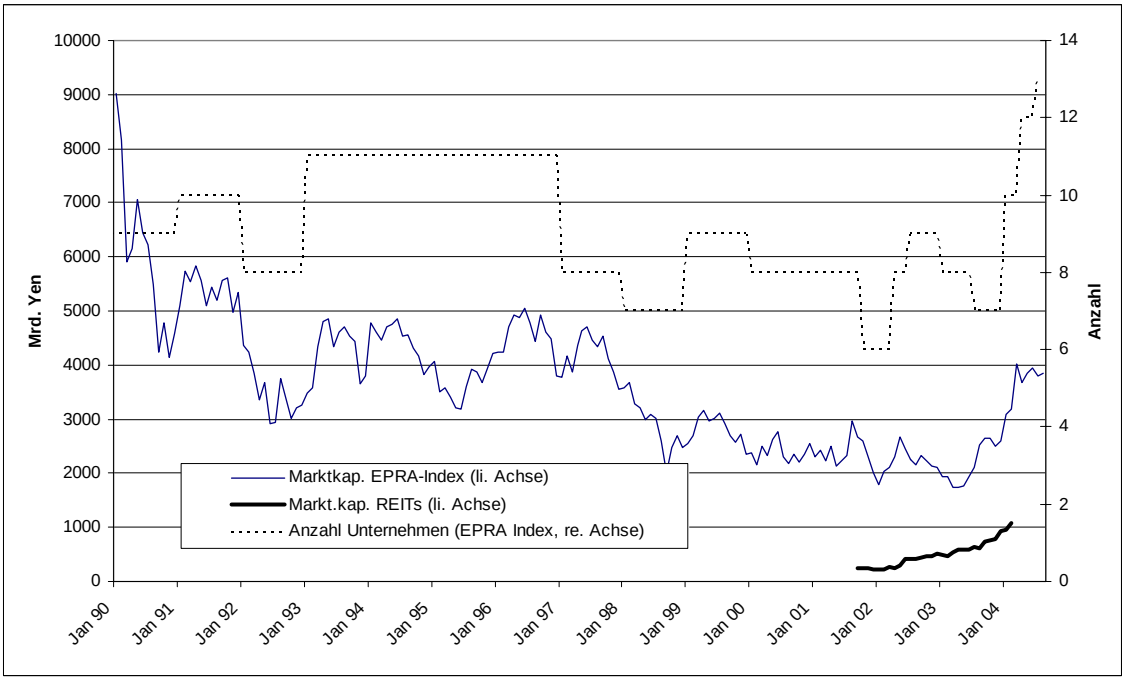
Quelle: Sawada (2004), auf der Basis von 12 JREITs.

Abbildung 13: Indexentwicklung Immobilienaktien im Vergleich zum Aktien- und Rentenmarkt Japan



Quelle: Ares, EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Immobilienaktien (EPRA): börsennotierte REITs und sonstige Immobilienaktiengesellschaften, Mindestkriterien für Free Float und Umsatzvolumen müssen erfüllt sein.

Abbildung 14: Marktkapitalisierung und Anzahl Unternehmen Japan



Quelle: Mitsui Fudosan Investment Advisors (2004), EPRA, ZEW-Berechnungen.

Tabelle 17: Immobilienaktien: Rendite und Korrelation mit Aktien- und Rentenmarktindex Japan

	Renten		Aktien		Immobilienaktien		Renditekorrelationen	
	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Immo.-Aktien	Immo.-Renten
Jan. 1990 - Aug. 2004	6.1 %	5.4 %	-4.7 %	20.4 %	-3.8 %	31.4 %	0.74	- 0.05
Jan. 1990 - Dez. 1995	9.2 %	6.2 %	-7.1 %	24.8 %	-10.5 %	34.8 %	0.90	0.08
Jan. 1996 - Dez. 2000	5.1 %	5.3 %	-3.0 %	17.6 %	-1.7 %	29.4 %	0.54	- 0.14
Jan. 2001 - Aug. 2004	2.4 %	3.8 %	-5.5 %	16.0 %	5.1 %	28.3 %	0.55	- 0.32

Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Alle Daten aus der Basis von Monatswerten berechnet. Einführung der JREITs erst im November 2000.

Tabelle 18: Sharpe-Ratio und Risk-adjusted Performance

		Renten	Aktien	Immobilienaktien
Sharpe Ratio	Jan. 1990 - Aug. 2004	1.1	-0.2	-0.1
	Jan. 1990 - Dez. 1995	1.5	-0.3	-0.3
	Jan. 1996 - Dez. 2000	0.8	-0.2	-0.1
	Jan. 2001 - Aug. 2004	0.6	-0.4	0.2
RAP	Jan. 1990 - Aug. 2004	6.1 %	-1.0 %	-0.4 %
	Jan. 1990 - Dez. 1995	9.2 %	-1.8 %	-1.9 %
	Jan. 1996 - Dez. 2000	5.1 %	-0.6 %	0.1 %
	Jan. 2001 - Aug. 2004	2.4 %	-1.2 %	0.8 %

Quelle: Thomson Financial Datastream, Ecowin, ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Bonds

Tabelle 19: Einheitswurzeltests und Kointegrationstests

Ergebnisse der Einheitswurzeltests				
	ADF Niveau	ADF 1. Diff.	PP Niveau	PP 1. Diff.
Aktien	-3,138**	-13,066***	-3,198**	-13,065***
Renten	-2,077	-11,728***	-2,318	-11,652***
IMMO.AKT.	-4,359***	-13,479***	-4,379***	-13,509***
CPI	-1,452	-12,808***	-1,442	-12,802***

Ergebnisse der Johansen-Kointegrationstests					
	Anz. K.bez.	Trace	Signifikanz	Max Eigenval.	Signifikanz
Renten	0	21.416	0.006	17.234	0.017
	1	4.181	0.041	4.181	0.041
Aktien	0	20.912	0.007	18.685	0.009
	1	2.227	0.136	2.227	0.136
CPI	0	23.815	0.002	23.255	0.002
	1	0.56	0.454	0.56	0.454

Quelle: ZEW-Berechnungen. */ **/*** Signifikanzniveau >90/95/99 %

B.V Niederlande

B.V.1 Entstehungsgeschichte

Mit dem niederländischen Körperschaftsteuergesetz von 1969 wurden die „fiscale beleggingsinstelling“ (BI) eingeführt, um es einzelnen Investoren zu ermöglichen, ihr Kapital mit anderen Investoren in einen Portfolio zu bündeln und gemeinsame Investitionen zu tätigen. Wie in den übrigen REIT-Regimen sollten dabei die indirekten Immobilieninvestitionen steuerlich einer Direktinvestition gleichgestellt werden. Durch diese Maßnahme sollte ein Impuls für den Immobilienmarkt gegeben werden.

Im Gegensatz zu den meisten anderen der betrachteten Länder ist im niederländischen Markt – gemessen am EPRA-Index für Immobilienaktien, der von den BI dominiert wird – über die vergangenen 10 Jahre kein erhebliches Marktwachstum festzustellen. Betrachtet man die Entwicklung der Marktkapitalisierung der Einzeltitel, so ist allerdings eine aufwärts gerichtete Tendenz am aktuellen Rand zu beobachten.

B.V.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **RECHTSFORM**

Ein Unternehmen kann in der Steuererklärung jederzeit den Status des BI für das vergangene Steuerjahr wählen. Ein BI kann, muss aber nicht börsennotiert sein. Bestimmte Kriterien bezüglich der Eigentümerstruktur müssen dabei erfüllt werden.

- **EIGENTÜMERSTRUKTUR, STREUBESITZ UND BÖRSENAUFLAGEN**

Im niederländischen REIT-Regime existieren unterschiedliche Auflagen bezüglich der Eigentümerstruktur für börsennotierte und nicht-börsennotierte BIs, weiterhin für inländische und ausländische Investoren.

BIs, die an der Euronext Amsterdam gehandelt werden, müssen vier Eigentümerstrukturkriterien erfüllen. So dürfen (1) 45 % oder mehr der Anteile keiner einzelnen Gesellschaft inklusive etwaiger Tochterunternehmen zuzuordnen sein, wobei Anteile an anderen BIs, die ebenfalls am Euronext Amsterdam notiert sind, nicht mit einbezogen werden. (2) Bei ausländischen Gesellschaften beträgt diese Quote 25 %. (3) Kein einzelner Anteilseigner darf einen Anteil von 25 % oder mehr halten. (4) Diese Regelungen können auch nicht durch Zwischenschaltung eines nicht-niederländischen Investmentfonds oder ähnlicher Gesellschaften umgangen werden.

- **ANLAGERESTRIKTIONEN**

Ein BI darf ausschließlich passive Portfolio-Investitionen durchführen. Das heißt, dass jegliche unternehmerische Aktivitäten nicht für den steuertransparenten Status qualifizierend sind. Zu den passiven Portfolio-Investitionen zählen reguläre Investitionen wie Aktien-, Anleihen- und andere Wertpapierinvestitionen sowie Immobilieninvestitionen. Tochterunternehmen dürfen ebenfalls nur passive Investitionen tätigen, da ansonsten die gehaltenen Anteile nicht mehr als passive Investitionen beim BI bewertet werden können.

Unter das Verbot von unternehmerischen Aktivitäten fallen insbesondere das Immobilien- und Asset-Management für dritte Personen. Dies ist auch nicht über Tochterunternehmen möglich. Projektentwicklung sowohl im eigenen Bestand als auch als Dienstleistung oder mit anschließendem Verkauf an fremde Dritte wird ebenfalls ausgeschlossen.

- **MANAGEMENT**

Einem BI ist es erlaubt, ein internes Management einzusetzen. Dies bezieht sich auch auf das Gebäudemanagement der Portfolio-Immobilien in technischer und wirtschaftlicher Hinsicht. Diese Tätigkeit muss sich jedoch ausschließlich auf die eigenen Bestandsimmobilien beschränken.

- **FREMDKAPITALEINSATZ**

Der Einsatz von großen Anteilen Fremdkapital ist im niederländischen REIT-Regime nicht gestattet, da dieser als spekulative Aktivität interpretiert wird und über das passive Immobilieninvestment hinausgeht. Das nicht-konsolidierte Fremdkapital darf bei Direktinvestitionen in Immobilien 60 % des handelsbilanziellen Buchwertes nicht überschreiten. Anteile an Unternehmen dürfen dagegen nur mit 20 % belastet werden. Da niederländische BIs Fremdkapital auf unterschiedlichen Ebenen aufnehmen, kommt es vor, dass der konsolidierte Fremdkapitalanteil 60 % übersteigt. Laut UBS (2004) liegt die aktuelle durchschnittliche Fremdkapitalquote niederländischer BIs jedoch nur bei ca. 32 %.

- **AUSSCHÜTTUNGSVORSCHRIFTEN**

100 % der laufenden Einkünfte müssen ausgeschüttet werden. In den Niederlanden gibt es keine allgemeinen steuerlichen Gewinnermittlungsvorschriften. Die Gewinnermitt-

lung bei unternehmerischer Tätigkeit wird auf der Basis des „guten Kaufmannsbrauchs“ vorgenommen.[93]

Veräußerungsgewinne müssen nicht ausgeschüttet werden, für sie kann eine steuerfreie Rücklage gebildet werden.

Die ausschüttungspflichtigen Mittel müssen innerhalb der ersten acht Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres ausgeschüttet werden.

- **BÖRSENPFLICHT, RÜCKGABEMODALITÄTEN UND ANTEILSWERTERMITTLUNG**

Wie in anderen REIT-Regimes werden die Anteilswerte bei niederländischen BIs, die an der Börse notiert sind, über den Kapitalmarkt bewertet. Eine Rücknahmeverpflichtung seitens des BIs besteht nicht.

- **PUBLIZITÄTSPFLICHTEN UND STAATLICHE AUFSICHT**

Die Aufsicht für börsennotierte BIs obliegt der Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM).

B.V.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

- **AUF EBENE DES BI**

– **Unternehmens- und Quellenbesteuerung**

Laufende Einkünfte

Laufende qualifizierende Einkünfte sind per Definition nicht steuerfrei, sondern werden mit einem Steuersatz von 0 % versteuert. Dadurch wird es den BI ermöglicht, von Doppelbesteuerungsabkommen zu profitieren, da sie als steuerpflichtiges Unternehmen angesehen werden. Nach niederländischem Recht können Quellensteuern, die durch andere Länder auf die Einkünfte niederländischer BIs erhoben werden, auf die inländische Unternehmensbesteuerung angerechnet werden. Der Steuersatz von 0 % resultiert üblicherweise aus einer Ausgleichszahlung durch die Steuerbehörde an die Anteilseigner. Die Ausgleichszahlung wird von der Steuerbehörde jedoch nur an inländische Investoren geleistet.

---

93 Vgl. Ernst&Young (2003a), S. 119.

Veräußerungsgewinne

Auch Veräußerungsgewinne zählen zu den zu versteuernden Einkünften. Veräußerungsgewinne oder -verluste können von den zu versteuernden Einkünften abgezogen werden und fließen in die steuerfreie Reinvestitionsrücklage. Der verbleibende Betrag bildet die auszuschüttende Restgröße.

Quellenbesteuerung

Ausschüttungen von niederländischen BIs an ausländische Anleger werden mit einer Quellenbesteuerung von 25 % belegt, sofern nicht durch Doppelbesteuerungsabkommen anders geregelt.

– **Rechtsformumwandlung**

Am Ende des Jahres vor der Rechtformumwandlung müssen die Buchwerte in Marktwerte umgewandelt werden und der Differenzbetrag (stillen Reserven) wird mit dem gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz für Kapitalerträge belegt. Die Rückstellungen müssen ebenfalls aufgelöst werden.

– **Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerbsteuer**

Es werden 0,55 % Gesellschaftsteuer auf den Marktwert der Einlagen oder (sofern höher) den Nominalwert der im Gegenzug erhaltenen Aktien erhoben.

Zudem werden 6 % Grunderwerbsteuer beim Kauf oder Verkauf von Immobilien oder beim Kauf oder Verkauf von Anteilen an Immobilienunternehmen erhoben.

• **AUF EBENE DES ANLEGERS**

– **Inländische Anleger**

Institutionelle Investoren: In den Niederlanden sind Dividenden und Veräußerungsgewinne von Beteiligungen größer als 5 % steuerfrei. Ausschüttungen von BIs sowie die Gewinne durch die Veräußerung von Anteilen an BIs sind davon jedoch ausgenommen und werden mit einem Steuersatz von 29 % für Ausschüttungen bis € 22.689,- und von 34,5 % für höhere Ausschüttungen belastet.

Die Quellenbesteuerung von 25 % kann mit dem Körperschaftsteuersatz verrechnet werden, wobei ein verbleibender Restbetrag rückzahlbar ist.

Privatanleger: Nach niederländischem Steuerrecht wird der Anteil an einem REIT meistens als gewöhnliche Portfolioinvestition angesehen, wodurch nicht die tatsächlichen Ausschüttungen und Veräußerungsgewinne beim Verkauf der Anteile besteuert

werden, sondern der durchschnittliche Wert der Anteile mit 1,2 % p.a. besteuert wird. Ausschüttungen an private Anleger mit einer Beteiligung von mehr als 5 % werden mit einem Steuersatz von 25 % besteuert.

Die Quellensteuer von 25 % kann mit der Einkommensteuer verrechnet werden, wobei ein verbleibender Restbetrag rückzahlbar ist.

– **Ausländische Anleger**

Ausschüttungen und Veräußerungsgewinne werden bei ausländischen Anlegern nicht besteuert. Es fällt jedoch eine Quellensteuer auf Ebene des REIT in Höhe von 25 % an, vorbehaltlich anderer Regelungen in den Doppelbesteuerungsabkommen.

Ausländische institutionelle Investoren dürfen nicht mehr als 25 % eines BI halten. Die Folge ist, dass diese Investoren ggf. nicht von Schachtelprivilegien in den Doppelbesteuerungsabkommen profitieren können.

- **Regelungen bei Verlust des BI-Status**

Sofern ein BI die konstituierenden Strukturmerkmale des BI-Status nicht erfüllt, verliert er den BI-Status rückwirkend für den Zeitraum, in dem der BI-Status nicht erfüllt wurde.[94]

B.V.4 Eckdaten und Performance

– *Eckdaten*

Im niederländischen Markt sind derzeit 7 BI notiert, die zusammen eine Marktkapitalisierung von rund 20 Mrd. Euro (Dezember 2004) aufweisen. Der Schwerpunkt der Anlagen liegt auf Einzelhandels- und Gewerbeimmobilien (Tabelle 20).

– *Performance*

Die Performance der BI in den Niederlanden war relativ zu Aktien und Rententiteln in der Langfristbetrachtung unterdurchschnittlich. Im Zeitraum 1990 bis August 2004 rentierten die Immobilienaktien in den Niederlanden bei 5,2 % p.a. Die risikoadjustierte Performance lag im Zeitraum 1990-2004 um einen Prozentpunkt unter der Performance des Aktienmarktes und um 3,3 Prozentpunkte unter der des Rentenmarktes (Tabelle 22). In der ersten Hälfte der 1990er Jahre war sogar eine insgesamt negative Entwicklung zu verzeichnen. Bessere risikoadjustierte Ergebnisse erzielen die niederländische BIs erst im Zeitraum 2001-2004.

---

94 Vgl. NAREIT (2005a).

Trotz des sehr unterschiedlichen Trendverlaufs von Aktienmarktindex und EPRA-Index zeigt sich mit Werten zwischen 0,51 und 0,61 eine recht hohe positive Kurzfristkorrelation mit dem Aktienmarkt. Die Korrelation mit dem Rentenmarkt ist dagegen gering (Tabelle 21).

Die Analyse der langfristigen Zusammenhänge zwischen den Zeitreihen anhand des Johansen-Kointegrationstests zeigt einen Zusammenhang zum Rentenmarkt und zur Entwicklung des Verbraucherpreisniveaus (Tabelle 23).[95]

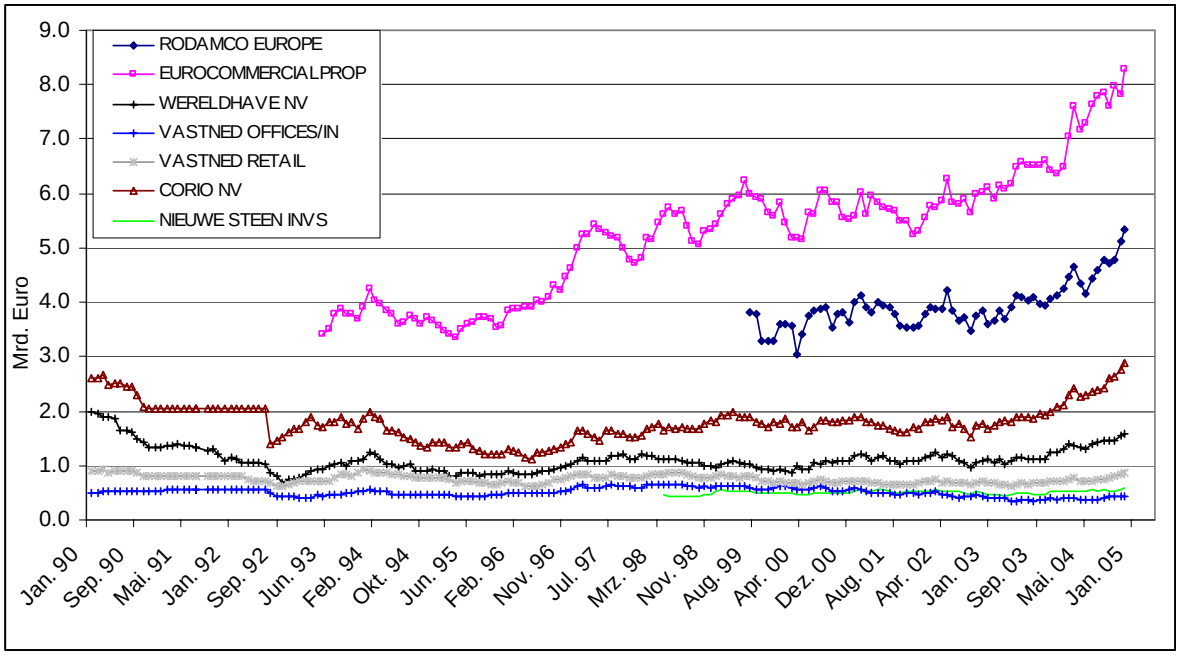
Tabelle 20: BI nach Anlageschwerpunkten und Marktkapitalisierung

Gesellschaft	Spezialisierung auf Immobilienart	Geographische Anlageschwerpunkte	Marktkapitalisierung in Mrd. €
Rodamco Europe	Gewerbe (85 %) Büro (15 %)	Niederlande (40 %), Skandinavien (18 %), Frankreich (17 %), Spanien (17 %),	5,3
Corio	Einzelhandel (71 %) Gewerbe (23 %)	Niederlande, Frankreich, Spanien, Italien	2,9
Wereldhave	Gewerbe (49 %) Einzelhandel (38 %)	Niederlande, Frankreich, Großbritannien, Belgien, Finnland, USA	1,6
VastNed Retail	Einzelhandel (100 %)	Niederlande (36 %), Spanien (20 %), Deutschland (15 %), Belgien (14 %), Frankreich (12 %)	0,9
Eurocommercial Properties	Einzelhandel (88 %)	Italien, Frankreich, Schwe den, Niederlande	8,3
Nieuwe Steen Investments	breit gestreute Anlagen in Gewerbe-, Einzelhandels- Wohn- und Industrieimmobilien	Niederlande	0,6
VastNed Offices/Industrial	Büro (71 %) Logistik, Industrie (8 %)	Europaweit	0,4

Quelle : Simon 2004, EcoWin. Marktkapitalisierung Dezember 2004.

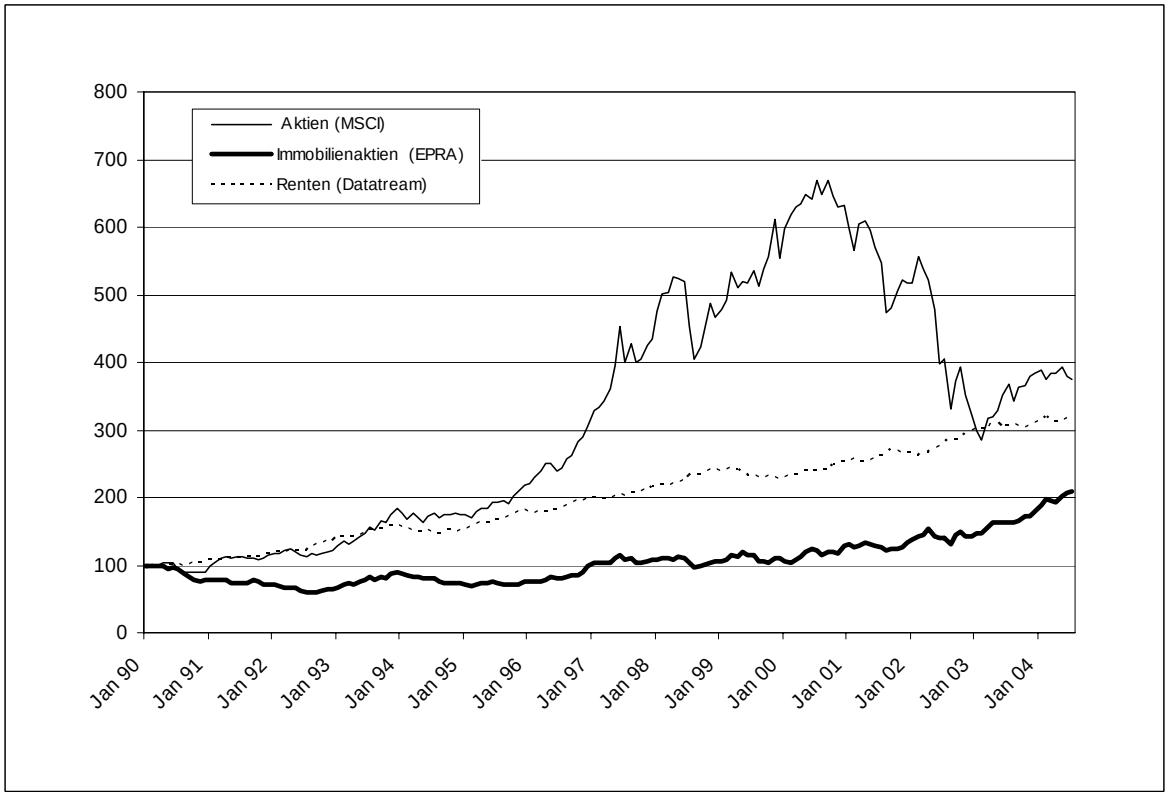
[95] Die Teststatistik für den Zusammenhang mit dem Aktienmarkt ist ebenfalls signifikant, allerdings weisen die Koeffizienten falsche Vorzeichen auf.

Abbildung 15: Marktkapitalisierung der Einzeltitel BI



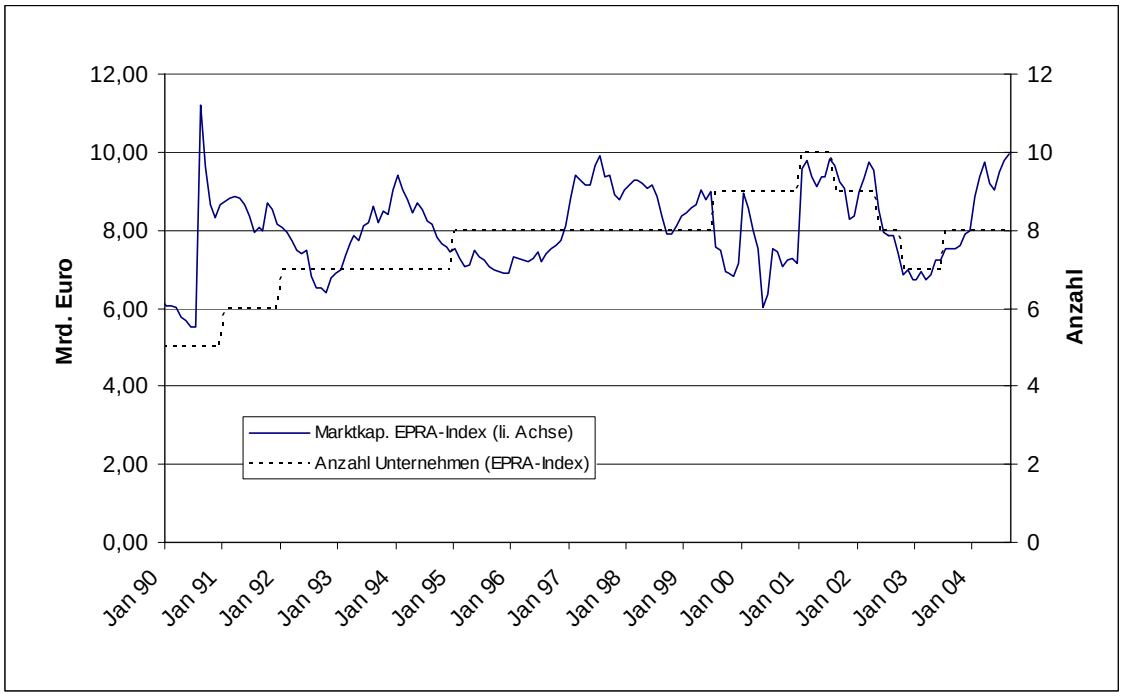
Quelle: EcoWin, nicht alle Zeitreihen vollständig.

Abbildung 16: Indexentwicklung Immobilienaktien im Vergleich zum Aktien- und Rentenmarkt



Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. BI und sonstige Immobilienaktiengesellschaften, Mindestkriterien für Free Float und Umsatzvolumen müssen erfüllt sein.

Abbildung 17: Marktkapitalisierung und Anzahl Unternehmen EPRA-Index



Quelle: EPRA, ZEW-Berechnungen.

Tabelle 21: Immobilienaktien: Durchschnittsrendite, Volatilität und kurzfristige Korrelation mit Aktien- und Rentenmarktindex auf Basis von Monatsrenditen

	Renten		Aktien		Immobilienaktien		Renditekorrelationen	
	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Immo.-Aktien	Immo.-Renten
Jan. 1990 - Aug. 2004	8.3 %	4.6 %	9.4 %	18.3 %	5.2 %	12.0 %	0.51	0.09
Jan. 1990 - Dez. 1995	10.2 %	4.8 %	13.1 %	13.1 %	-5.5 %	10.7 %	0.50	0.34
Jan. 1996 - Dez. 2000	7.0 %	4.2 %	23.5 %	18.8 %	9.2 %	12.4 %	0.61	0.08
Jan .2001 - Aug. 2004	7.2 %	4.7 %	-13.2 %	23.0 %	17.1 %	12.7 %	0.57	- 0.17

Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Alle Daten aus der Basis von Monatswerten berechnet.

Tabelle 22: Sharpe-Ratio und Risk-adjusted Performance

		Bonds	Equity	REITs
Sharpe Ratio	Jan. 1990 - Aug. 2004	0.8	0.3	0.0
	Jan. 1990 - Dez. 1995	0.6	0.5	-1.2
	Jan. 1996 - Dez. 2000	0.8	1.1	0.5
	Jan. 2001 - Aug. 2004	0.9	-0.7	1.1
RAP	Jan. 1990 - Aug. 2004	8.3 %	6.0 %	5.0 %
	Jan. 1990 - Dez. 1995	10.2 %	9.3 %	1.4 %
	Jan. 1996 - Dez. 2000	7.0 %	8.0 %	5.4 %
	Jan. 2001 - Aug. 2004	7.2 %	-0.3 %	8.2 %

Quelle: Thomson Financial Datastream, Ecowin, ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Renten.

Tabelle 23: Einheitswurzeltests und Kointegrationstests

Ergebnisse Einheitswurzeltests				
	ADF Niveau	ADF 1. Diff.	PP Niveau	PP 1. Diff.
Aktien	-1,497	-2,687*	-1,479	-12,760***
Renten	-1,573	-5,104***	-1,111	-12,245***
Immo.akt	0.771	-2,778*	0.933	-10,796***
CPI	-1,008	-2,010	-1,214	-15,262***
Ergebnisse der Johansen-Kointegrationstests				
	Trace	Signifikanz	Max Eigenval.	Signifikanz
Renten	16.514	0.035	13.706	0.061
Aktien	13.97	0.084	12.511	0.093
CPI	14.829	0.063	14.819	0.041

Quelle: ZEW-Berechnungen. */ **/*** Signifikanzniveau >90/95/99 %

B.VI Belgien

B.VI.1 Entstehungsgeschichte

In Belgien wurden bereits 1990 die Voraussetzungen zur Gründung der steuertransparenten „sociétés d'investissement à capital fixe immobilière" (SICAFI) geschaffen. Der erste SICAFI wurde jedoch erst nach dem Inkrafttreten des „Arrêté Royal" 10. April 1995 gegründet, da erst zu diesem Zeitpunkt bestimmte Anlagerestriktionen, insbesondere hinsichtlich der Wohnimmobilienquote, gemäßigt wurden. Die Einführung dieser Rechtsform zielte auf die Belebung des belgischen Immobilieninvestmentmarktes sowie die Schaffung einer wettbewerbsfähigen Investmentgesellschaftsform zusätzlich zu den bereits existierenden niederländischen und luxemburgischen steuertransparenten Rechtsformen ab.

Nach der Einführung des SICAFI-Regimes gründete eine Anzahl großer Immobilienentwickler REITs bzw. brachte Immobilien auf dem Wege einer Sacheinlage oder eines Mergers in REITs ein. Auf diesem Wege war es möglich, die Exit-Tax auf die Aufdeckung stiller Reserven für eine Umwandlung in einen REIT zu vermeiden.[96]

B.VI.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **RECHTSFORM**

Ein SICAFI muss einen gesonderten gesetzlichen Status als Investmentfonds haben. Nach dem „Arrêté Royal" vom 10. April 1995 beinhaltet dies:

(1) Der SICAFI muss in einer bestimmten Investmentgesellschaftsliste registriert sein. Hierzu muss eine Lizenz bei der belgischen Banken- und Finanzdienstleistungsaufsicht beantragt werden sowie bestimmte Voraussetzungen erfüllt sein (Wahl der notwendigen Rechtsform, Ausstattung mit dem erforderlichen Grundkapital).

(2) Der Gesellschaftsvertrag muss spezielle Bestimmungen, z.B. in Bezug auf die Ausschüttungen und Investitionsdiversifikation, enthalten und muss ferner von der Banken- und Finanzdienstleistungsaufsicht genehmigt werden.

(3) Die SICAFI muss einen von der Aufsichtsbehörde genehmigten Treuhänder bestellen.

---

[96] Vgl. Petersen (2004). Fn. 3.

SICAFI firmieren entweder in der Rechtsform einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder einer Teilhaberschaft mit beschränkter Haftung nach dem belgischen Gesellschaftsrecht. Sie müssen ihren Sitz in Belgien haben und mindestens ein Grundkapital von 1,25 Millionen Euro aufweisen.

- **EIGENTÜMERSTRUKTUR, STREUBESITZ UND BÖRSENAUFLAGEN**

Im ersten Jahr nach der Registrierung des SICAFI müssen mindestens 30 % der stimmberechtigten Anteile über die Börse verkauft werden. Eine Börsennotierung an der Euronext in Brüssel ist verpflichtend. Die Pflicht zum Börsengang soll dabei als Garant für den Streubesitz dienen.

- **ANLAGERESTRIKTIONEN UND -MANAGEMENT**

Die Hauptaktivität der SICAFI stellen passive Immobilieninvestitionen dar. Neben dem reinen Besitz von Immobilienvermögen sind ebenfalls Immobilienoptionsgeschäfte, Anteilskäufe an Grundstücksgesellschaften und Immobilienzertifikate erlaubt. Projektentwicklung ist gestattet, jedoch müssen die Objekte mindestens fünf Jahre gehalten werden. Einzelne Investitionen sollten nur einen kleinen Teil am Gesamtvermögen (nicht mehr als 20 % des SICAFI-Vermögens in ein einzelnes Immobilienobjekt) ausmachen, damit Diversifikationseffekte genutzt werden können.

Unter Umständen erlauben die Statuten der SICAFI eine zeitlich begrenzte Investition in Aktien oder das Halten von Barvermögen. Durch diese Aktieninvestitionen bzw. durch das Halten von Tochterunternehmen kann der SICAFI auch in Nicht-Immobilienvermögen investieren. Die direkte oder indirekte Anlage in ausländische Immobilien ist grundsätzlich gestattet.

Das Management der Immobilien und des Immobilienportfolios kann intern oder extern vollzogen werden.

- **FREMDKAPITALEINSATZ**

Ein exzessiver Einsatz von Fremdkapital soll vermieden werden. Dies soll unter anderem dadurch sichergestellt werden, dass SICAFI nur 50 % des Buchwertes des Vermögens zum Zeitpunkt der Fremdkapitalaufnahme beleihen dürfen. Diese Schwelle wurde 2002 von 33 % angehoben, um einen international wettbewerbsfähigen Status der SICAFI zu erlangen. Der Bezugszeitpunkt ist das jeweilige Datum, zu dem das Fremdkapital aufgenommen wird. Zudem dürfen die Fremdkapitalkosten 80 % der gesamten Einkünfte nicht überschreiten. Laut UBS (2004) liegt die aktuelle durchschnittliche Fremdkapitalquote belgischer SICAFI bei ca. 48 %.

- **AUSSCHÜTTUNGSVORSCHRIFTEN**

80 % der jährlichen Nettoeinkünfte müssen in Form von Dividenden ausgeschüttet werden. Bei Körperschaften werden je nach Alter und Nutzung des Gebäudes eine lineare Abschreibung von 3 % bzw. 5 % anerkannt.[97] Die absetzbaren Abschreibungen können zur Innenfinanzierung eingesetzt werden. Die Ausschüttungsverpflichtung reduziert sich um den zu leistenden Fremdkapitaldienst. Von der Ausschüttung weiterhin ausgenommen sind (außerplanmäßige) Abschreibungen von Beteiligungen und Veräußerungsgewinne des Vermögens. Veräußerungsgewinne bleiben steuerfrei, sofern sie innerhalb von vier Jahren reinvestiert werden. Anderenfalls müssen sie ebenfalls als Dividenden ausgeschüttet werden.

- **BÖRSENPFLICHT, RÜCKGABEMODALITÄTEN UND ANTEILSWERTERMITTLUNG**

SICAFI müssen an der Börse notiert sein, es besteht keine Rücknahmeverpflichtung des SICAFI gegenüber den Anteilseignern. Die Anteilswerte ermitteln sich über die Börsenkurse.

- **PUBLIZITÄTSPFLICHTEN UND STAATLICHE AUFSICHT**

SICAFI werden sowohl im Gesellschaftsrecht als auch im Steuerrecht gesondert behandelt. Es müssen vollständige Jahresberichte sowie vierteljährliche Updates veröffentlicht werden. Im Übrigen gelten die Veröffentlichungspflichten für börsennotierte Unternehmen.

SICAFI unterliegen der belgischen Banken- und Finanzdienstleistungsaufsicht.

B.VI.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

- **AUF EBENE DES SICAFI**

  - **Unternehmens- und Quellenbesteuerung**

Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne

Laufende Einkünfte werden mit dem gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz von 33,99 % belegt. Von dieser Besteuerung ausgenommen sind bestimmte Einkünfte, so dass hier teilweise eine Steuertransparenz entsteht. SICAFI können keine allgemeinen Steuervergünstigungen des belgischen Steuerrechts in Anspruch nehmen, da sie einen eigenen steuerbegünstigten Status haben. Veräußerungsgewinne unterliegen im Übrigen nicht der Besteuerung.

---

97 Vgl. Ernst&Young (2003a), S. 14.

Obwohl SICAFI in der Praxis vielfach überhaupt keine Körperschaftsteuer zahlen, müssen sie die gleichen formellen Anforderungen erfüllen wie andere Unternehmen, die der normalen Unternehmensbesteuerung unterliegen. Dies hat zur Folge, dass sie bei grenzüberschreitenden Transaktionen von den Regelungen der Doppelbesteuerungsabkommen profitieren können. SICAFI werden jährlich mit 0,06 % ihres Inventarwertes mit Vermögensteuer belegt.

Quellenbesteuerung

An SICAFI ausgeschüttete Dividenden und Zinserträge von belgischen juristischen Personen sind prinzipiell von der Quellenbesteuerung befreit. Dividenden, die von SICAFI an ihre Investoren ausgeschüttet werden, unterliegen einer Quellenbesteuerung von 15 %. Allerdings sind SICAFI von der Quellenbesteuerung befreit, sofern sie 60 % des Vermögens in belgische Wohnimmobilien investieren.

Die Anrechnung ausländischer Quellenbesteuerung ist bei SICAFI gesetzlich ausgeschlossen.

– **Rechtsformumwandlung**

Bei einer Rechtsformumwandlung in den SICAFI-Status werden stille Reserven des Immobilienvermögens mit einem reduzierten Körperschaftsteuersatz von 20,085 % belastet. Allerdings ist es möglich, die Steuer durch Einbringung von Sacheinlagen in einen SICAFI bzw. durch einen Zusammenschluss mit einem existierenden SICAFI zu vermeiden.[98]

– **Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerbsteuer**

Bareinlagen werden nicht besteuert. Steuern in Höhe 5 % bis 12,5 % fallen bei Grunderwerb durch den SICAFI an. Auf Seite des Käufers werden zwischen 10 % und 12,5 % Steuern erhoben, sofern der SICAFI Immobilien veräußert.

• **AUF EBENE DES ANLEGERS**

– **Inländische Anleger**

Institutionelle Investoren: Dividenden von SICAFI unterliegen grundsätzlich vollständig dem Körperschaftsteuersatz von 33,99 % auf Ebene des Anlegers. 95 % der Dividenden sind jedoch von der Besteuerung befreit, sofern der SICAFI mindestens 90 % seiner Nettoeinkünfte ausschüttet und sich diese Dividenden oder Veräußerungsgewinne

98 Darauf weist Petersen ((2004) Fn. 3) hin.

aus Anteilen für das belgische Schachtelprivileg qualifizieren. Hierfür muss der gehaltene Anteil (1) mindestens 10 % betragen oder einen Akquisitionswert von mehr als 1,2 Millionen Euro für einen ununterbrochenen Zeitraum von mindestens einem Jahr haben sowie (2) sich die Investition als eine fixe Finanzinvestition qualifizieren.

Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen sind von diesem Schachtelprivileg ausgenommen.

Unter bestimmten Voraussetzungen kann die Quellenbesteuerung auf Dividenden mit der belgischen Unternehmensbesteuerung verrechnet werden. Auch Rückerstattungen sind möglich.

Privatanleger: Bei belgischen Privatinvestoren ist die Quellensteuer von 15 % die endgültige Besteuerung. Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen sind steuerfrei, sofern kein gewerblicher Handel vorliegt.

– **Ausländische Anleger**

Für Ausländer gilt ebenfalls die 15-prozentige Quellenbesteuerung von Dividenden, die je nach Regelung in den Doppelbesteuerungsabkommen geringer sein kann. Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen sind steuerfrei.

- **Regelungen bei Verlust des SICAFI-Status**

Sofern die belgische Börsenaufsicht feststellt, dass der SICAFI nicht die konstituierenden Strukturmerkmale erfüllt, führt dies nicht zwangsläufig zum Verlust des REIT Status. Die Börsenaufsicht hat die Möglichkeit, zeitlich befristete zusätzliche Regulierungen oder Sanktionen gegenüber dem SICAFI zu erheben, wie z.B. die Aussetzung des Aktienhandels.

Sofern der SICAFI den steuertransparenten Status verliert, unterliegt er wie eine gewöhnliche Immobiliengesellschaft der Unternehmensbesteuerung.

B.VI.4 Eckdaten und Performance

– *Eckdaten*

Derzeit existieren in Belgien 11 SICAFI mit einer Marktkapitalisierung von rund 3,5 Mrd. Euro mit einer Schwerpunktbildung vornehmlich auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien (Tabelle 24).

– *Performance*

Der EPRA-Index für Belgien, der ausschließlich SICAFI enthält, weist in der Langfristbetrachtung von 1990 bis August 2004 eine nur geringe Performance auf, die mit 3,6 % p.a. deutlich schlechter ausfällt als die Performance des allgemeinen Aktien- und des Rentenmarktes. In der Langfristbetrachtung liegt die risikoadjustierte Rendite 2,5 Prozentpunkte unterhalb derjenigen des allgemeinen Aktienmarktes und 4,9 % unterhalb derjenigen des Rentenmarktes (Tabelle 26). Wie auch in den Niederlanden verzeichnet der Index lediglich in der Betrachtungsperiode ab 2001 eine bessere Entwicklung als die beiden anderen Assetklassen. Wie in den meisten anderen Ländern besteht eine positive Korrelation der Monatsrenditen der Immobilienaktien mit dem allgemeinen Aktienindex. In der Langfristperspektive beträgt der Korrelationskoeffizient 0,45, in der Periode vor dem Aktienboom der zweiten Hälfte der 1990er Jahre lag er sogar bei 0,63 (Tabelle 25).

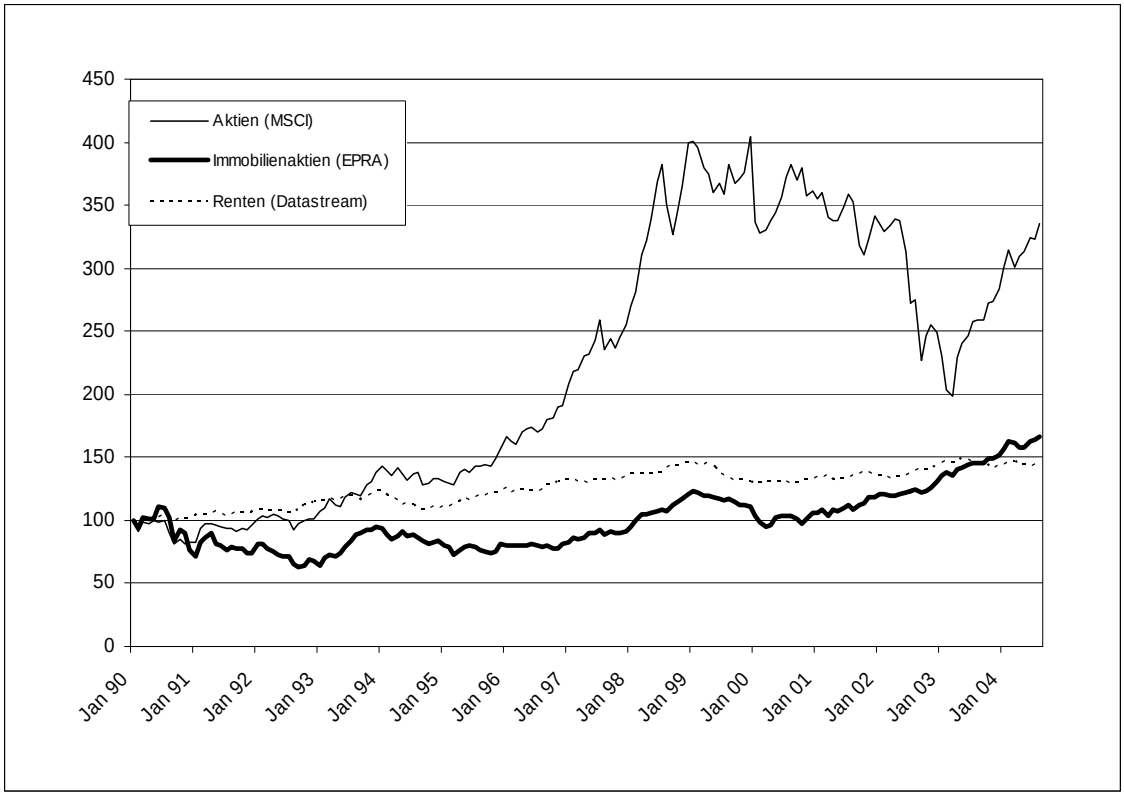
Langfristbeziehungen zwischen den Zeitreihen zeigen sich in Bezug auf den Rentenmarkt, hier werden allerdings unplausiblerweise zwei Kointegrationsbeziehungen ausgewiesen. Mit Aktien besteht keine Kointegration. Außerdem weisen die Ergebnisse der Johansen-Kointegrationstests auf eine Kointegration mit dem Verbraucherpreisindex hin (Tabelle 27).

Tabelle 24: SICAFI nach Anlageschwerpunkten und Marktkapitalisierung

Gesellschaft	Spezialisierung auf Immobilienart	Geographische Anlageschwerpunkte	Marktkapitalisierung in Mrd. €
Cofinimmo	Büro (100 %)	Belgien (Brüssel)	1,13
Befimmo	Büro (100 %)	Belgien (Brüssel)	0,73
Wereldhave Belgium	Büro (49 %) Einzelhandel (51 %)	Belgien	0,31
Intervest Offices	Büro (75 %)	Belgien	0,30
Warehouses De Pauw	Industrie (100 %)	Belgien (79 %) Europa (21 %)	0,27
Intervest Retail	Einzelhandel (100 %)	Belgien	0,17
Leasinvest Real Estate	Büro (100 %)	Belgien (Brüssel/Antwerpen)	0,16
Retail Estates	Einzelhandel (100 %)	Belgien	0,12
Serviceflats Invest	Wohnen (100 %)	Belgien	0,10
Warehouses Estates Belgium	Keine, breit gestreut	Belgien	0,07
HomeInvest Belgium	Wohnen (100 %)	Belgien	0,07

Quelle: Simon (2004), EcoWin. Marktkapitalisierung Dezember 2004.

Abbildung 18: Indexentwicklung Immobilienaktien im Vergleich zum Aktien- und Rentenmarkt Belgien



Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. SICAFI und sonstige Immobilienaktiengesellschaften, Mindestkriterien für Free Float und Umsatzvolumen müssen erfüllt sein.

Tabelle 25: Immobilienaktien: Durchschnittsrendite, Volatilität und kurzfristige Korrelation mit Aktien- und Rentenmarktindex auf Basis von Monatsrenditen

	Renten		Aktien		Immobilienaktien		Renditekorrelationen	
	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Immo.-Aktien	Immo.-Renten
Jan. 1990 - Aug. 2004	9.5 %	4.7 %	8.6 %	17.2 %	3.6 %	13.9 %	0.45	0.26
Jan. 1990 - Dez. 1995	12.2 %	5.3 %	7.8 %	14.9 %	-3.5 %	19.2 %	0.63	0.33
Jan. 1996 - Dez. 2000	7.7 %	4.2 %	16.7 %	17.2 %	6.0 %	9.4 %	0.46	0.31
Jan. 2001 - Aug. 2004	7.6 %	4.2 %	-2.0 %	20.2 %	13.1 %	6.9 %	0.29	0.02

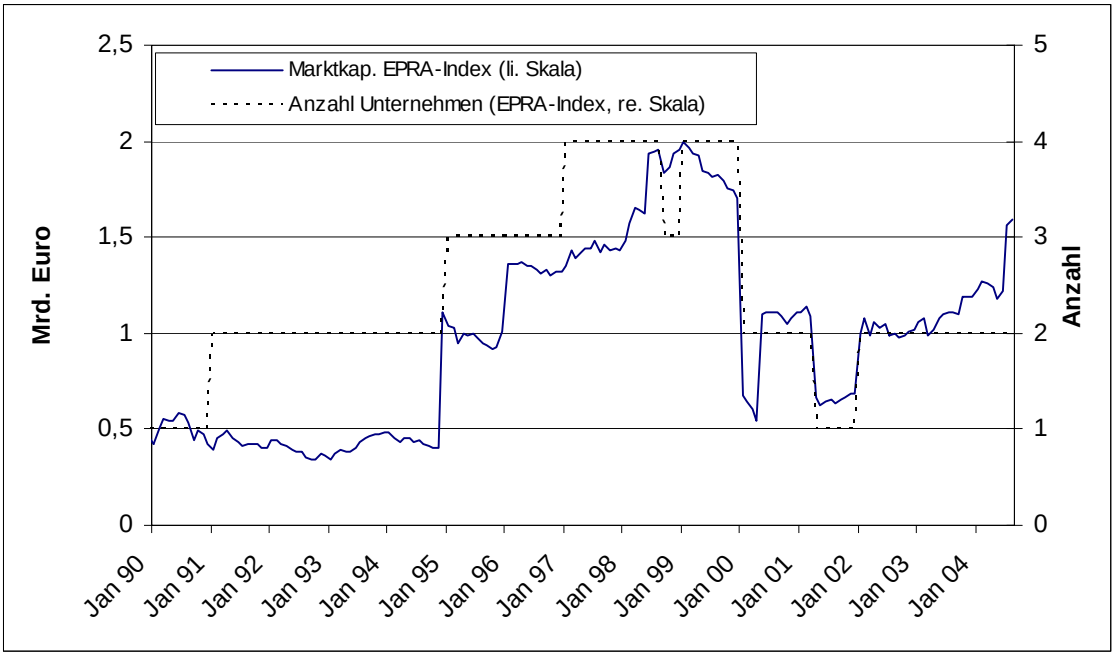
Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Alle Daten aus der Basis von Monatswerten berechnet.

Tabelle 26: Sharpe-Ratio und Risk-adjusted Performance

		Renten	Aktien	Immobilienaktien
Sharpe Ratio	Jan. 1990 - Aug. 2004	0.9	0.2	-0.1
	Jan. 1990 - Dez. 1995	0.8	0.0	-0.6
	Jan. 1996 - Dez. 2000	1.0	0.8	0.3
	Jan. 2001 - Aug. 2004	1.1	-0.3	1.5
RAP	Jan. 1990 - Aug. 2004	9.5 %	6.1 %	4.6 %
	Jan. 1990 - Dez. 1995	12.2 %	7.8 %	4.7 %
	Jan. 1996 - Dez. 2000	7.7 %	6.8 %	4.7 %
	Jan. 2001 - Aug. 2004	7.6 %	2.0 %	9.3 %

Quelle: Thomson Financial Datastream, EcoWin, ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Renten.

Abbildung 19: Marktkapitalisierung EPRA-Index und Anzahl Unternehmen Belgien



Quelle: EPRA, ZEW-Berechnungen.

Tabelle 27: Einheitswurzel- und Kointegrationstests

Ergebnisse der Einheitswurzeltests					
	ADF Niveau		ADF 1. Diff.	PP Niveau	PP 1. Diff.
Aktien	-0,872		-2,911**	-0,887	-12,298***
Renten	-2,152		-3,927***	-1,900	-11,594***
Immo.akt.	-0,142		-3,369**	0.016	-12,063***
CPI	-0,066		-3,066**	-2,079	-11,155***
Ergebnisse der Johansen-Kointegrationstests					
	Anz. K.bez.	Trace	Signifikanz	Max Eigenval.	Signifikanz.
Renten	0	20.984	0.007	14.21	0.051
	1	6.774	0.009	6.774	0.009
Aktien	0	5.432	0.761	4.186	0.839
CPI	0	24.906	0.001	24.705	0.001

Quelle: ZEW-Berechnungen. */ **/*** Signifikanzniveau >90/95/99 %

B.VII Frankreich

B.VII.1 Entstehungsgeschichte

2003 wurden in Frankreich die „sociétés d'investissement immobiliers cotées" (SIIC) eingeführt. Dabei wurde zum einen die Zielsetzung verfolgt, die französischen Immobilieninvestmentgesellschaften gegenüber den niederländischen, belgischen und deutschen steuertransparenten Immobiliengesellschaften und Fondskonstruktionen konkurrenzfähig zu machen und den französischen Immobilienmarkt zu beleben. Zum anderen sollte aber auch das französische Staatsdefizit mit Hilfe der Aufdeckung und Besteuerung von stillen Reserven reduziert werden. In der Folge kam es zur Umwandlung einer Reihe bestehender Immobilienkapitalgesellschaften in SIIC. Aus der Besteuerung stiller Reserven bei der Umwandlung resultierte nach Schätzungen vom Juli 2004 ein Steueraufkommen von rund 1,5 Mrd. Euro.[99]

B.VII.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **RECHTSFORM**

Immobilienaktiengesellschaften, die sich aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Anforderungen für den SIIC-Status qualifizieren und an einer französischen Börse notiert sind, können für diesen Status innerhalb der ersten vier Monate eines Bilanzjahrs optieren. Auch Tochtergesellschaften, die zu 95 % direkt oder indirekt von SIIC gehalten werden, können zum SIIC-Status optieren, sofern die Anforderungen erfüllt sind.

Um den SIIC-Status zu erlangen, ist es nicht erforderlich, dass das Unternehmen unter französischer Rechtsprechung gegründet worden ist oder dass das Unternehmen seinen Sitz in Frankreich haben muss. Unternehmen, die als Tochterunternehmen eines in Frankreich notierten SIIC den SIIC-Status annehmen wollen, müssen lediglich unter die französische Steuerhoheit fallen. Jedes Unternehmen, das in Frankreich körperschaftsteuerpflichtig ist – entweder durch die Unternehmensform selbst oder durch eigene Wahl – kann daher prinzipiell den SIIC-Status annehmen.

SIIC müssen ein Mindesteigenkapital von 15 Millionen Euro aufweisen.

---

[99] Siehe Interview mit Alec Elmott, Directeur Générale Délégué des Fonciere Lyonnaise. In Thomson Financial, Acquisitions monthly, July 2004, S. 2.

- **EIGENTÜMERSTRUKTUR, STREUBESITZ UND BÖRSENAUFLAGEN**

Es gibt keinerlei Auflagen bezüglich der Struktur inländischer Eigentümer. Vielmehr wird – wie bei den belgischen SICAFI, die an der Börse notiert sein müssen – die verpflichtende Börsennotierung französischer SIIC bzw. der SIIC-Muttergesellschaften als Garant für einen ausreichenden Streubesitz angesehen. Es ist fraglich, ob die Auflage, dass die SIICs bzw. die SIIC-Muttergesellschaften an einer französischen Börse anstelle einer europäischen Börse notiert sein müssen, mit EU-Recht kompatibel ist.

- **ANLAGERESTRIKTIONEN**

Die Hauptaktivität des SIIC muss sich auf passive Investitionen beschränken. Derartige Investitionen beinhalten die Akquisition und Entwicklung von Immobilien zu Vermietungszwecken und direkten oder indirekten Beteiligungen an einer Partnerschaft oder einem Tochterunternehmen mit einem ähnlichen Geschäftszweck.

Ein SIIC darf daneben auch andere Aktivitäten ausführen, jedoch sind die Einkünfte aus diesen Aktivitäten zu versteuern. So können SIIC z.B. Leasing-Verträge abschließen, solange der Nettobuchwert der Leasingobjekte nicht mehr als 50 % des Bruttovermögens des SIIC ausmacht. Ferner ist es ihnen erlaubt, Immobilienprojektentwicklung und Immobilienhandel zu betreiben, sofern der Bruttobuchwert der Anlagen nicht mehr als 20 % des Bruttobuchwertes des gesamten Vermögens des Unternehmens ausmacht. Leasingobjekte werden hier nicht berücksichtigt. Werden diese Aktivitäten über Tochterunternehmen getätigt, so werden nur die Buchwerte dieser und offene Forderungen gegenüber diesen Tochterunternehmen berücksichtigt.

Die qualifizierenden Aktivitäten können direkt oder indirekt im Ausland ausgeführt werden. Falls diese ausländischen Aktivitäten nicht ausschließlich im Ausland der Besteuerung unterliegen, ist der SIIC dennoch nicht automatisch verpflichtet, diese zu versteuern. Er kann diese jedoch unwiderruflich von der Steuerbefreiung ausschließen.

- **MANAGEMENT**

Sowohl ein internes als auch ein externes Management der SIIC ist möglich.

- **FREMDKAPITALEINSATZ**

Es bestehen keine Restriktionen für den Einsatz von Fremdkapital, jedoch ist dieser durch die Ausschüttungsvorschriften und den entstehenden Kapitaldienst limitiert. Das Fremdkapital muss den steuerfreien und besteuerbaren Aktivitäten zugeschlüsselt werden, damit der auszuschüttende Betrag genau ermittelt werden kann. Laut UBS (2004) liegt die aktuelle durchschnittliche Fremdkapitalquote französischer SIIC bei ca. 47 %.

- **AUSSCHÜTTUNGSVORSCHRIFTEN**

SIIC müssen, unabhängig davon, ob sie Tochter- oder Muttergesellschaften sind, 85 % ihrer Gewinne aus qualifizierten Vermietungsaktivitäten ausschütten. Die Ausschüttung muss vor Ablauf des steuerlichen Folgejahren nach Entstehen dieser Gewinne stattfinden. Der körperschaftsteuerliche Gewinn kann in Frankreich durch lineare Abschreibung der Anschaffungs-/Herstellungskosten in Höhe von 2 % bis 5 % je nach Lage, Zustand und Art der Immobilien gemindert werden.[100] Dadurch haben SIIC die Möglichkeit, einen Teil ihrer Einkünfte aus Immobilieninvestitionen zur Innenfinanzierung einzubehalten.

Im Gegensatz zu den belgischen und niederländischen Ausschüttungsvorschriften müssen französische SIIC zudem 50 % ihrer Immobilien- und Anteilsveräußerungsgewinne an die Anteilseigner weiterleiten. Die Ausschüttung muss vor Ablauf des zweiten Steuerjahres nach Entstehen der Veräußerungsgewinne erfolgen.

Die zu versteuernden, nicht steuertransparenten Einkünfte müssen entsprechend den gewöhnlichen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften weitergeschüttet werden.

- **BÖRSENPFLICHT, RÜCKGABEMODALITÄTEN UND ANTEILSWERTERMITTLUNG**

Durch die Pflicht zur Börsennotierung der SIIC oder der SIIC-Muttergesellschaften ergibt sich die Bewertung der Anteile am Kapitalmarkt. SIIC sind nicht zur Rücknahme der Anteile verpflichtet.

- **PUBLIZITÄTSPFLICHTEN UND STAATLICHE AUFSICHT**

Zum Zeitpunkt der Entstehung des SIIC müssen der französischen Steuerbehörde umfangreiche Unternehmensinformationen (u.a. Anteilseigner, Eigentumsverhältnisse), auch bezüglich der Tochterunternehmen, zur Verfügung gestellt werden. Weiterhin muss bei Umwandlung in den SIIC-Status das Immobilienportfolio neu bewertet werden. Danach kann die Bewertung auf Portfoliobasis einmal pro Jahr durchgeführt werden, dies ist jedoch nicht verpflichtend. In den Jahren nach Gründung müssen der jährlichen Steuererklärung auch Informationen bezüglich der Aufteilung in steuerpflichtige und steuerfreie Einkünfte, des zeitlichen Vortrags von Veräußerungsgewinnen und des Ausschüttungsverhaltens beigefügt werden. Im Übrigen entspricht die fortlaufende SIIC-Publizitätspflicht der anderer börsennotierter französischer Unternehmen (Halbjahres- und Jahresberichte).

---

[100] Vgl. Ernst&Young (2003a), S. 37.

Die Überwachung der SIIC obliegt der französischen Kapitalmarktaufsicht, der Autorité des Marchés Financiers (AMF).

B.VII.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

- **AUF EBENE DES SIIC**

– **Unternehmens- und Quellenbesteuerung**

Laufende Einkünfte

SIICs sind prinzipiell nicht von der Unternehmensbesteuerung befreit. Jedoch sind laufende Einkünfte, sofern sie durch die qualifizierenden Aktivitäten direkt oder indirekt generiert wurden, steuerfrei. Nicht qualifizierte Nebenaktivitäten werden mit dem von 33,33 % durch Zuschläge bis auf 35,43 % angehobenen Körperschaftsteuersatz besteuert.

Dividendenzahlungen von einem SIIC-Tochterunternehmen an den SIIC sind steuerfrei.

Veräußerungsgewinne

Sofern der Käufer der Anteile vom Verkäufer unabhängig ist, sind bestimmte Veräußerungsgewinne steuerfrei. Zu diesen zählen Gewinne aus der Veräußerung von Immobilien, die für die Erzielung qualifizierter Einkünfte gehalten wurden, und aus der Veräußerung von Anteilen an qualifizierten Partnerschaften oder anderen transparenten Gesellschaften sowie aus der Veräußerung von Anteilen an qualifizierten SIIC-Tochterunternehmen.

Eine Abhängigkeit zwischen Käufer und Verkäufer wird dagegen unterstellt, falls eine der beiden Parteien eine Mehrheitsbeteiligung an der anderen hält oder de facto die andere wirtschaftlich kontrolliert, oder beide Parteien von einer dritten Partei wirtschaftlich kontrolliert werden.

Quellenbesteuerung

Der Quellenbesteuerungssatz auf Dividenden beträgt grundsätzlich 25 %. Er kann jedoch – in Abhängigkeit der Regelungen in den jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommen – bei einer substantiellen Beteiligung auf bis zu 0 % gesenkt werden.

Im Ausland erhobene Quellensteuer auf körperschaftsteuerpflichtige Einkünfte kann mit der Unternehmenssteuer verrechnet werden, sofern ein DBA dies ermöglicht. Eine effektive Auszahlung der im Ausland erhobenen Quellensteuer ist allerdings ausgeschlossen.

– **Rechtsformumwandlung**

Durch die Rechtsformumwandlung wechseln der SIIC und dessen Tochterunternehmen in ein neues Steuerregime. Ein derartiger Wechsel erfordert üblicherweise eine Neubewertung und Gewinnrücklagen müssen vor Umwandlung aufgelöst werden. Auf (unrealisierte) stille Reserven fällt dann eine Steuer von 16,5 % an, die in vier Raten über vier Jahre verteilt gezahlt werden muss. Im Finanzgesetz 2005 wurde zudem die begünstige Auflösung von stillen Reserven bei einem Direktverkauf von Immobilien eingeführt, die ebenfalls mit dem reduzierten Körperschaftsteuersatz von 16,5 % besteuert werden. Zudem wurde im Finanzgesetz 2005 die steuerfreie Auflösung von stillen Reserven bei einer Fusion zwischen SIIC ermöglicht, sofern diese innerhalb der folgenden zwei Jahre zu 50 % ausgeschüttet werden.

Bei der Rechtsformumwandlung können noch weitere Entlastungen in Anspruch genommen werden. So dürfen bestehende Verlustvorträge mit den Gewinnvorträgen und aufgelösten stillen Reserven verrechnet werden. Ein nach der Verrechnung noch übrig bleibender Verlustvortrag erlischt. Durch die Umwandlung zum SIIC entstehen keine unmittelbaren Steuerwirkungen auf Anlegerebene.

– **Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerbsteuer**

Kapitaleinlagen werden nicht besteuert. Beim Erwerb von Immobilien oder dem Erwerb eines nicht notierten auf Immobilien ausgerichteten Unternehmens wird eine Grunderwerbsteuer von 4,8 % erhoben.

• **AUF EBENE DES ANLEGERS**

– **Inländische Anleger**

Institutionelle Investoren: Die Besteuerung der Dividenden unterscheidet sich, je nachdem ob sie aus steuertransparenten oder nicht-steuertransparenten Einkünften stammen. Dividenden aus nicht-steuertransparenten Einkünften unterliegen grundsätzlich der Körperschaftsteuer (33,33 %-35,42 %). Dividenden, die der Anleger vor dem 01.01.2004 erhält, tragen allerdings noch eine Steuergutschrift („avoir fiscal"). Diese beläuft sich üblicherweise auf 10 % der erhaltenen Dividenden und kann auf die Körperschaftsteuerschuld angerechnet werden. Qualifizierte Mutterunternehmen können zudem die 95 %ige Steuerbefreiung bezüglich der Dividenden aus nicht-steuertransparenten Einkünften geltend machen, sofern sie mehr als 5 % der Anteile an einem SIIC halten. Dividenden aus steuertransparenten Einkünften unterliegen in jedem Fall dem Körperschaftsteuersatz. Steuergutschriften bestehen hier nicht.

Eine Kapitalrückzahlung ist üblicherweise steuerfrei. Die Reduktion des Aktienkapitals wird jedoch nur dann als Kapitalrückzahlung behandelt, wenn bereits vorher alle Rücklagen und Gewinne ausgeschüttet wurden. Im Falle einer Aktienrücknahme wird diese Regelung jedoch nicht sehr streng ausgelegt.

Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an SIIC werden ebenfalls mit dem gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz besteuert. Auf Teile des Nettogewinns, die in eine nicht ausschüttbare Rücklage gebucht werden, kann ein reduzierter Steuersatz von 19 % bzw. 20,2 % angewendet werden, sofern es sich dabei um Gewinne aus dem Verkauf von qualifizierten Anteilen handelt, die mindestens zwei Jahre gehalten wurden. Bei Auflösung dieser Rücklagen fällt rückwirkend eine Steuer auf Basis der Differenz zwischen dem gewöhnlichen und dem bereits gezahlten Steuersatz an.

Privatanleger: Wie bei institutionellen Investoren wird bei der Besteuerung von Privatanlegern zwischen Dividenden aus steuertransparenten und nicht-steuertransparenten Einkünften unterschieden. Dividenden aus nicht-steuertransparenten Einkünften unterliegen der französischen progressiven Einkommensteuer sowie zusätzlichen Sozialversicherungsbeiträgen. Dividenden, die der Anleger vor dem 01.01.2004 bar erhalten hat, profitieren aufgrund des „avoir fiscal“ von einer 50 %igen Steuervergünstigung. Diese Steuergutschrift kann mit der sonstigen Einkommensteuerschuld verrechnet werden. Seit Beginn des Jahres 2004 ist die zum Ausgleich der Doppelbesteuerung gewährte Steuergutschrift – wie bei institutionellen Investoren – nicht mehr möglich. Sie wurde durch eine 50 %-Ermäßigung der steuerpflichtigen Dividendenzahlung für französische Anteilseigner ersetzt.

Zusätzlich zu der 50 %igen Reduktion der zu versteuernden Einkünfte aus Dividenden können Steuerfreibeträge in Höhe von 1.220 Euro für alleinstehende oder einzeln veranlagte Personen und in Höhe von 2.440 Euro für Ehepaare und gemeinsam veranlagte Personen in Anspruch genommen werden. Zudem kann eine Steuergutschrift in Höhe von 50 % der ausgeschütteten Dividenden bis zu einem Betrag von 115 Euro für alleinstehende oder einzeln veranlagte Personen und 230 Euro für Ehepaare und gemeinsam veranlagte Personen in Anspruch genommen werden. Die Sozialversicherungsbeiträge in Höhe von 11 % sind davon ausgenommen, sie werden zudem vor der 50 %igen Reduktion erhoben.

Dividenden aus steuertransparenten Einkünften unterliegen der französischen progressiven Einkommensteuer und zusätzlichen Sozialversicherungsbeiträgen. Dividenden aus SIIC sind jedoch von der Einkommensteuer befreit, sofern sie in einem sog. Aktieninvestitionsplan (plan d’epargne en actions) gehalten werden. Dabei sind Dividenden und

Veräußerungsgewinne einkommensteuerfrei, sofern sie vollständig für einen Zeitraum von fünf Jahren im Rahmen des Aktieninvestitionsplans reinvestiert werden.

– **Ausländische Anleger**

Die Quellenbesteuerung von 25 % wird normalerweise in Ländern, mit denen ein Doppelbesteuerungsabkommen existiert, auf 15 % reduziert und kann auf die inländische Besteuerung angerechnet werden.

Institutionelle Investoren in der EU, die mehr als 25 % an einem SIIC halten, können die EU-rechtliche Quellensteuerbefreiung für Einkünfte aus Tochterunternehmen in Bezug auf ausgeschüttete Dividenden aus steuertransparenten Einkünften von SIICs nicht geltend machen.

Eine Kapitalrückzahlung ist normalerweise steuerfrei. Wie bei inländischen Investoren wird jedoch eine Reduktion des Aktienkapitals nur als Kapitalrückzahlung behandelt, sofern bereits alle Rücklagen oder Gewinne ausgeschüttet wurden. Im Falle einer Aktienrücknahme gelten besondere Regelungen.

Gewinne aus der Veräußerung von SIIC-Anteilen werden in Frankreich unter Berücksichtigung von Doppelbesteuerungsabkommen mit einem Steuersatz von 16 % versteuert, falls eine substantielle Beteiligung besteht. Eine Beteiligung ist als substantiell anzusehen, wenn der Anleger innerhalb eines Zeitraums von fünf Jahren vor dem Verkaufszeitpunkt mehr als 25 % des Gewinns erhalten hat.

- **Regelungen bei Verlust des SIIC-Status**

Falls der SIIC die Voraussetzungen für die Steuertransparenz nicht mehr erfüllt, sind alle Einkünfte und Veräußerungsgewinne des Steuerjahres, in dem die Anforderungen verletzt wurden, steuerpflichtig. Wenn die Umwandlung zum SIIC weniger als zehn Jahre zurückliegt, werden zudem die steuerfrei aufgelösten stillen Reserven und Gewinnvorträge rückwirkend zu dem jeweiligen Körperschaftsteuersatz steuerpflichtig. Hiervon kann jedoch die bereits bei der Umwandlung darauf gezahlte Steuer abgezogen werden.

Diese retrospektive Aufholung der steuerbegünstigten Auflösung von stillen Reserven hat jedoch keine Anwendung auf qualifizierende SIIC-Tochterunternehmen.[101]

---

[101] Vgl. NAREIT (2005a).

Sollte ein 95 %iges SIIC-Tochterunternehmen nicht mehr die Anforderungen an den SIIC-Status erfüllen, was beispielsweise bei einem Übermaß an nicht-qualifizierten Aktivitäten der Fall ist, sind alle Einkünfte und Veräußerungsgewinne für das Steuerjahr steuerpflichtig, in dem die Anforderungen verletzt wurden. Bereits bei Umwandlung erfasste Gewinne gehen nicht in die Bemessungsgrundlage ein.

Auch bei der steuerbegünstigten Veräußerung von Immobilien an den SIIC muss der SIIC die Auflösung der stillen Reserven nachversteuern, sofern er die Immobilien nicht mindestens über einen Zeitraum von 5 Jahren hält.

Falls der SIIC nicht mehr seinen Anforderungen gerecht wird, sind alle Einkünfte und Veräußerungsgewinne des Steuerjahres, in dem die Anforderungen verletzt wurden, steuerpflichtig. Wenn die Umwandlung zum SIIC weniger als zehn Jahre zurückliegt, werden zudem die steuerfrei aufgelösten stillen Reserven und Gewinnvorträge rückwirkend zu dem jeweiligen Körperschaftsteuersatz steuerpflichtig. Hiervon kann jedoch die bereits bei der Umwandlung darauf gezahlte Steuer abgezogen werden.

B.VII.4 Eckdaten und Performance Frankreich

– *Eckdaten*

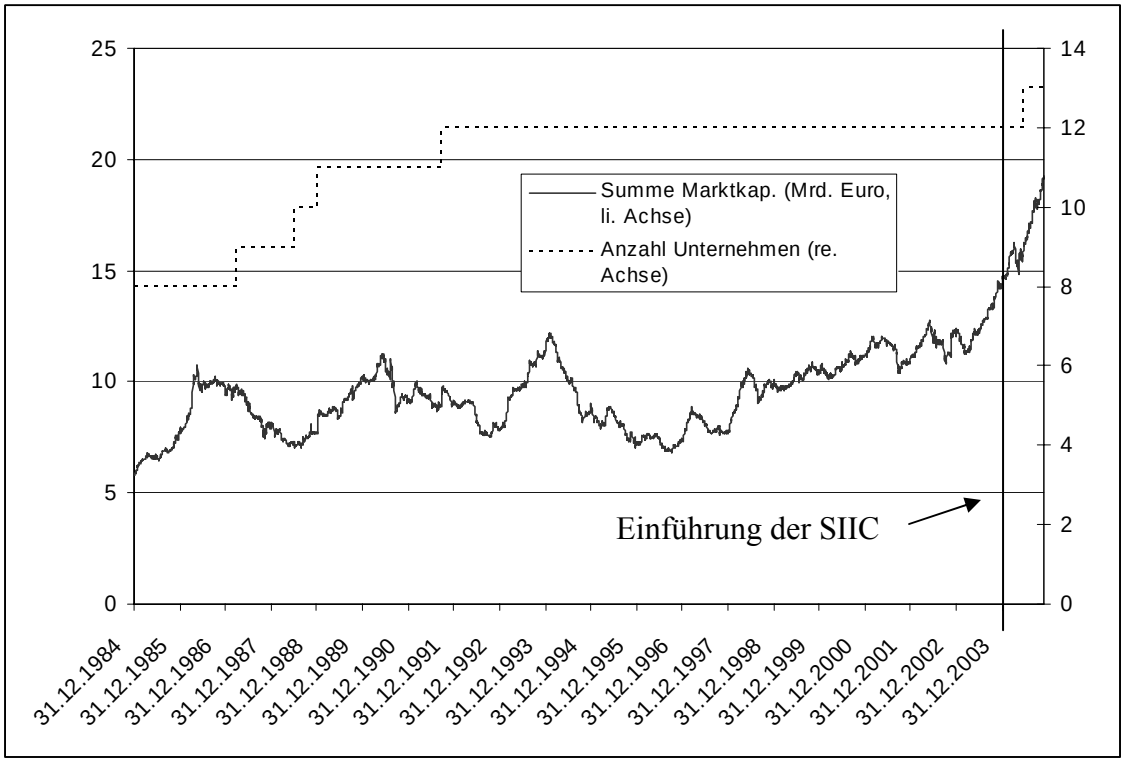
Insgesamt sind aktuell 14 SIIC an der Euronext in Paris notiert. Sie verfügen über eine Gesamtkapitalisierung von rund 18 Mrd. Euro, die in den letzten Monaten – allerdings im Einklang mit dem übrigen Marktumfeld – stark angestiegen ist. Der Anlageschwerpunkt der meisten SIIC liegt auf dem Büro-, Einzelhandels- und Wohnimmobilienmarkt (Tabelle 28).

Tabelle 28: SIIC nach Anlageschwerpunkten und Marktkapitalisierung

Gesellschaft	**Spezialisierung auf Immobilienart**	**Geographische Anlageschwpkt.**	**Marktkapitalisierung in Mrd. €**
Unibail	Büro (58 %) Shopping Center (35 %)	Frankreich (Paris)	4,95
Gecina	Büro (58 %) Wohnen (42 %)	Frankreich (Paris und Umgebung)	4,43
Klepierre	Einzelhandel (78 %) Büro (22 %)	Frankreich (Paris und Umgebung), Spanien, Italien	2,96
Fonciere Lyonnaise	Büro (61 %) Wohnen (26 %)	Frankreich	1,67
Sophia	Büro (77 %)	Paris	1,60
Silic	Büro (46 %) Industrie (48 %)	Frankreich (Paris)	1,22
Bail Investissement	Büro (55 %), Logistik (19 %)	Frankreich	1,04
Fonciere des Regions	Wohnen (75 %)	Frankreich	0,80
EMGP	Gewerbe	Frankreich (Paris)	0,38
SIIC de paris (ex Immobanque)	Immobilienfinanzierungsgeschäfte (Leasing)	Frankreich	–
Fonciere des Pimonts	Büro	Frankreich	0,23
Societe de la Tour Eiffel	Portfoliomanagement von verbrieften Anteilen an Immobilienunternehmen	Keine Angaben	0,17
Affine	Immobilienfinanzierungsgeschäfte (Leasing)	Keine Angaben	0,16
SIIC de paris 8éme (ex Bail Saint-Honore)	Keine Angaben	Keine Angaben	0,06

Quelle: Simon (2004), EcoWin. Marktkapitalisierung Dezember 2004.

Abbildung 20: Marktkapitalisierung und Anzahl der Unternehmen, die im SIIC-Index enthalten sind



Quelle: EcoWin, ZEW-Berechnungen

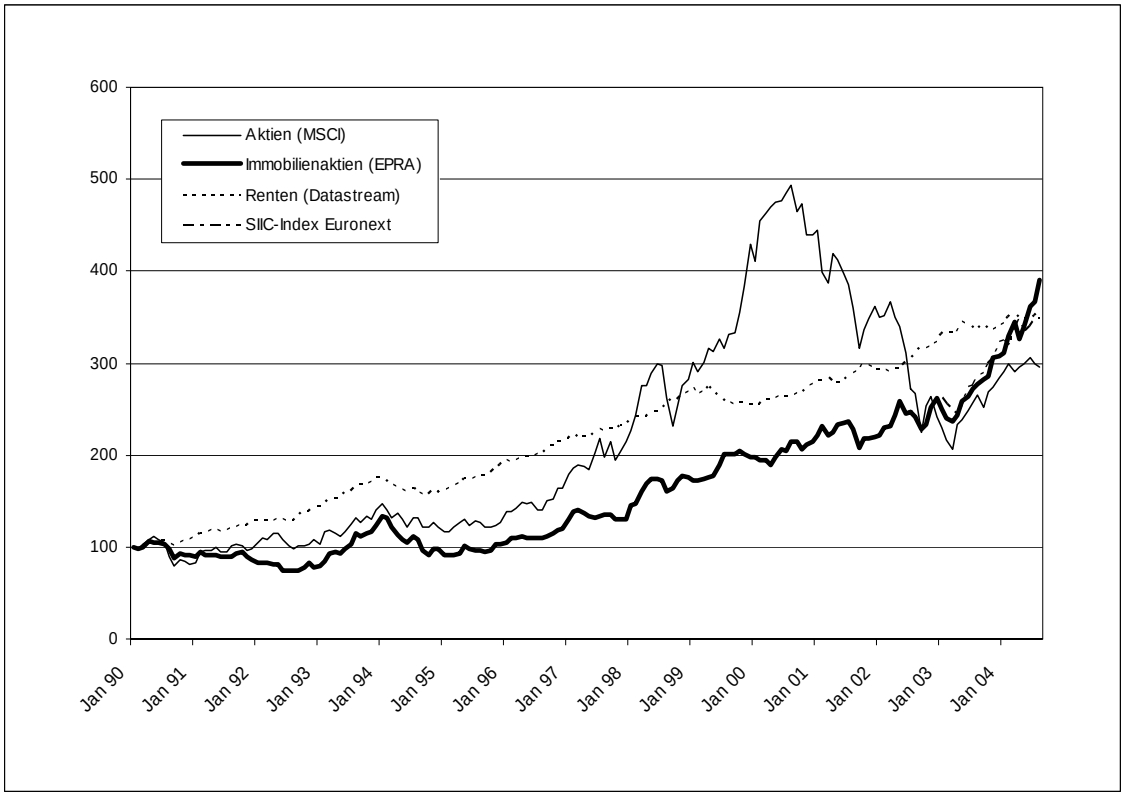
– *Performance*

Als Indikator für die Performance wird für Frankreich der EPRA-Index für Immobilienaktien verwendet, der sich am aktuellen Rand ausschließlich aus SIIC zusammensetzt. Seine Entwicklung verläuft derjenigen des breiter definierten, aber nur bis Anfang 2003 rückgerechneten SIIC-Index der EuroNext sehr ähnlich. Die Rendite in der Langfristperspektive seit 1990 bis August 2004 beträgt 9,7 % p.a. Damit ergibt sich eine um einen Prozentpunkt höhere risikoadjustierte Rendite von Immobilienaktien im Vergleich zum allgemeinen Aktienmarkt. Im gleichen Zeitraum weisen Rentenwerte allerdings eine um 2,1 Prozentpunkte höhere risikoadjustierte Rendite auf (Tabelle 30). Betrachtet man den Zeitraum seit 2001, dessen Entwicklung schon deutlich von der Ankündigung und schließlich der Einführung der SIIC geprägt sein dürfte, so zeigt sich eine höhere risikoadjustierte Performance des Immobilienaktienmarktes im Vergleich zu Renten und allgemeinem Aktienmarkt.

Die Analyse auf der Basis der Monatsrenditen zeigt eine positive Korrelation mit dem allgemeinen Aktienmarkt in der Langfristbetrachtung, die recht hoch in der ersten Hälfte der 1990er Jahre ausfällt (Tabelle 29). Mit dem Rentenmarkt zeigt sich dagegen in langfristiger Betrachtung nur eine geringe Korrelation, in den Zeitintervallen am aktuel-

len Rand sogar eine negative Beziehung. Die Analyse der Langfristbeziehungen lässt allerdings eine Kointegration mit dem Rentenmarkt, nicht aber mit dem allgemeinen Aktienmarkt erkennen. Darüber hinaus besteht eine Kointegrationsbeziehung mit dem Verbraucherpreisindex (Tabelle 31).

Abbildung 21: Indexentwicklung Immobilienaktien im Vergleich zum Aktien- und Rentenmarkt Frankreich



Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, Euronext, ZEW-Berechnungen. SIIC und sonstige Immobilienaktiengesellschaften, Mindestkriterien für Free Float und Umsatzvolumen müssen erfüllt sein.

Tabelle 29: Immobilienaktien: Durchschnittsrendite, Volatilität und kurzfristige Korrelation mit Aktien- und Rentenmarktindex auf Basis von Monatsrenditen (EPRA-Index)

	Renten		Aktien		Immobilienaktien		Renditekorrelationen	
	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Rendite p.a.	Standard-abw.	Immo.-Aktien	Immo.-Renten
Jan. 1990 - Aug. 2004	9.1 %	5.1 %	7.7 %	19.7 %	9.7 %	14.1 %	0.45	0.25
Jan. 1990 - Dez. 1995	11.3 %	5.9 %	4.1 %	17.7 %	0.5 %	16.2 %	0.61	0.56
Jan. 1996 - Dez. 2000	7.8 %	4.4 %	26.0 %	19.6 %	15.3 %	11.3 %	0.28	- 0.07
Jan .2001 - Aug. 2004	7.2 %	4.4 %	-10.2 %	21.5 %	17.8 %	13.7 %	0.45	- 0.05

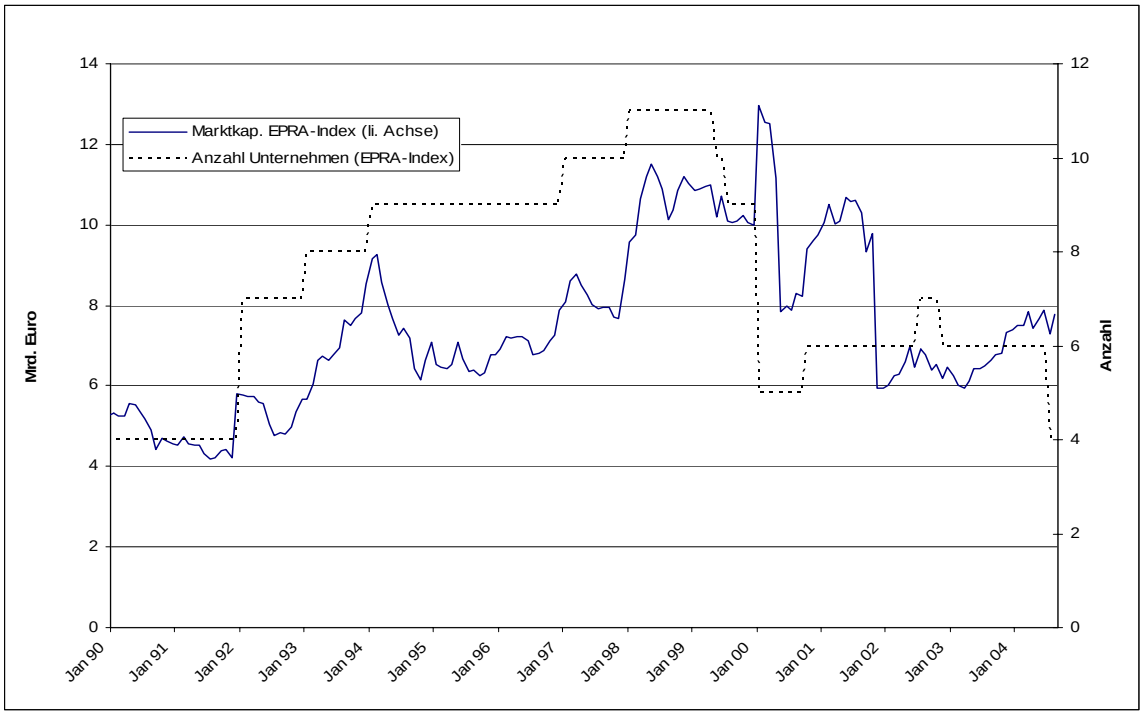
Quelle: EPRA, Thomson Financial Datastream, ZEW-Berechnungen. Alle Daten aus der Basis von Monatswerten berechnet.

Tabelle 30: Sharpe-Ratio und Risk-adjusted Performance

		Renten	Aktien	REITs
Sharpe Ratio	Jan. 1990 - Aug. 2004	0.7	0.1	0.3
	Jan. 1990 - Dez. 1995	0.5	-0.2	-0.5
	Jan. 1996 - Dez. 2000	0.9	1.1	1.0
	Jan. 2001 - Aug. 2004	0.9	-0.6	1.1
RAP	Jan. 1990 - Aug. 2004	9.1 %	6.0 %	7.0 %
	Jan. 1990 - Dez. 1995	11.3 %	7.0 %	5.5 %
	Jan. 1996 - Dez. 2000	7.8 %	8.7 %	8.2 %
	Jan. 2001 - Aug. 2004	7.2 %	0.3 %	7.8 %

Quelle: Thomson Financial Datastream, Ecowin, ZEW-Berechnungen. RAP relativ zu Bonds

Abbildung 22: Marktkapitalisierung und Anzahl Unternehmen Frankreich (EPRA-Index)



Quelle: EPRA, ZEW-Berechnungen.

Tabelle 31: Einheitswurzel- und Kointegrationstests

Ergebnisse der Einheitswurzeltests				
	ADF Niveau	ADF 1. Diff.	PP Niveau	PP 1. Diff.
Aktien	-0.997	-2,965**	-1.015	-12,070***
Renten	-1,380	-4,837***	-1,583	-11,627***
Immo.akt.	0,661	-3,883***	0.995	-10,487***
CPI	0.235	-2,429	-2,057	-12,557***
Ergebnisse der Johansen-Kointegrationstests				
	Trace	Signifikanz	Max Eigenval.	Signifikanz
Renten	15.219	0.055	11.539	0.129
Aktien	4.552	0.854	4.539	0.799
CPI	17.581	0.024	17.515	0.015

Quelle: ZEW-Berechnungen. .*/ **/*** Signifikanzniveau >90/95/99 %

B.VIII Zusammenfassung der Ergebnisse des internationalen Vergleichs

Eine tabellarische Übersicht der Ergebnisse des internationalen Vergleichs kann dem Anhang entnommen werden (siehe Tabelle 53ff.). Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse noch einmal zusammengefasst.

Rechtsform: International haben REITs keine einheitliche Rechtsform. So besteht in den USA die Möglichkeit, einen REIT in der Rechtsform als Trust oder Kapitalgesellschaft aufzulegen. Die Rechtsform als Kapitalgesellschaft setzt sich dort zunehmend durch. In den Niederlanden und in Frankreich haben REITs die Rechtsform einer beschränkt haftenden Kapitalgesellschaft. Dagegen müssen sich REITs in Japan als Asset-Management-Unternehmen lizenzieren lassen. In Australien und Kanada haben REITs den Status eines Unit Trust, in Belgien den eines Investmentfonds.

Börsennotierung: In den meisten Ländern (USA, Kanada, Australien, Japan und den Niederlanden) ist die Börsennotierung nicht vorgeschrieben, sie ist nur in Belgien und Frankreich für den REIT-Status erforderlich. Diese beiden Länder zeichneten sich jedoch bereits vor der Einführung von REITs im Jahr 1991 bzw. 2003 dadurch aus, dass der Immobilienanlagemarkt von börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften dominiert wurde und somit der Zwang zur Börsennotierung nur für weitere Marktteilnehmer eine Eintrittsbarriere darstellt.

Eigentümerstruktur und Streubesitz: Ursprüngliche Intention von Streubesitzkriterien und Höchstbeteiligungsquoten für REITs in den USA war es, ein indirektes Anlageinstrument im Immobilienmarkt, das sich auch für Kleinanleger eignet, zu schaffen. Es zeigte sich allerdings, dass die Kriterien für bestimmte Investoren (Pensionsfonds) ein Markteintrittshemmnis darstellten: Erst nach Erleichterungen für diese wichtige Anlegergruppe konnte sich ein dynamischer Markt entwickeln. In anderen erfolgreichen Märkten wurde a priori auf rigide Streubesitzkriterien verzichtet: In Australien existieren keine Streubesitzkriterien. In Kanada, einem ebenfalls erfolgreichen Markt, ist lediglich eine Mindestzahl von Anteilseignern, aber keine Höchstbeteiligungsquote vorgeschrieben. Im Gegensatz dazu bestehen in den Niederlanden – einem im internationalen Vergleich eher wenig entwickelten REIT-Markt – explizite Höchstbeteiligungsquoten. In Belgien und Frankreich existieren ebenfalls keine Streubesitzvorschriften.

Anlagevorschriften und Ertragsvorschriften: In allen Ländern bestehen Restriktionen für REITs hinsichtlich der Struktur ihrer Einkünfte und/oder Vermögensanlagen. Dabei sind REITs stets als primär passives Immobilieninvestmentvehikel strukturiert, d.h. dass die Einkünfte größtenteils aus Vermietung und Verpachtung sowie aus Veräußerungsgewinnen von Immobilien stammen und dass das Vermögen größtenteils aus Immobilien, Immobilienbeteiligungen oder Anteilen an Immobiliengesellschaften besteht.

Management: Sowohl in den USA als auch in Kanada war im Zeitablauf – wegen auftretender Interessenkonflikte und hoher Kosten – eine Abkehr von externen Managementstrukturen zu beobachten. Mit Ausnahme von Australien und Japan besteht in allen Ländern mittlerweile Wahlfreiheit zwischen internem und externem Management.

Fremdkapitaleinsatz: In den meisten REIT-Regimes ist der Einsatz von Fremdkapital nicht begrenzt. Dort, wo Grenzen bestehen, liegt der tatsächliche Fremdkapitaleinsatz zumeist unter dem zulässigen Rahmen.

Ausschüttung: Alle REIT-Regimes schreiben sehr hohe Ausschüttungsquoten vor. Die Mindestausschüttung variiert in den betrachteten Ländern zwischen 80 % in Belgien über 90 % in den USA und Japan bis zu 100 % in den Niederlanden. Australische Property Trusts und kanadische Mutual Fund Trusts haben keine Ausschüttungsverpflichtung: Hier sind allein die ausgeschütteten Einkünfte von der Besteuerung auf Unternehmensebene freigestellt. In Belgien und den Niederlanden müssen Veräußerungsgewinne nicht ausgeschüttet werden, in Frankreich nur zur Hälfte. Die o.g. Ausschüttungsquote ist in den USA und in Japan auch auf Veräußerungsgewinne anzuwenden. Die Berücksichtigung von Verlusten auf Anlegerebene ist in allen Vergleichsländern ausgeschlossen. Mit Ausnahme von Kanada ist der Abzug der steuerlich abzugsfähigen Aufwendungen, insbesondere der Abschreibungen, zur Ermittlung der Bemessungsgrundlage für die Ausschüttungen gestattet. Die ausgeschütteten Abschreibungen bleiben in Kanada allerdings wie in den USA und Australien von der Steuer befreit.

Emissions- und Rückgabemodalitäten: Im internationalen Vergleich sind börsennotierte REITs – unabhängig davon ob eine Pflicht zur Börsennotierung besteht – nicht dazu verpflichtet, die ausgegebenen Anteile zum Stichtagswert zurückzunehmen. Eine Rücknahmeverpflichtung bei nicht börsennotierten REITs besteht ausschließlich in Kanada und Australien. In Australien müssen die Anteile bei nicht börsennotierten Property Trusts jedoch nur alle zwölf Monate zurückgenommen werden. In den Niederlanden und den USA besteht keine Rücknahmeverpflichtung bei nicht-börsennotierten REITs.

Besteuerung: Im internationalen Vergleich ist zwischen verschiedenen Verfahren der Ertragsbesteuerung grundsätzlich zu differenzieren: In den USA, Kanada, Japan und in Australien sind die nicht ausgeschütteten Einkünfte auf REIT-Ebene steuerpflichtig, in den drei erstgenannten Ländern gelten zudem Mindestausschüttungskriterien. Niederländische BIs, belgische SICAFIs und französische SIICs sind prinzipiell auf Unternehmensebene steuerpflichtig. Allerdings gilt in den Niederlanden ein auf Null reduzierter Steuersatz für laufende qualifizierende Einkünfte (die der BI ausschließlich erzielen darf). Daher ist der BI faktisch steuerbefreit. In Belgien werden qualifizierende

Einkünfte von der Bemessungsgrundlage abgezogen und in Frankreich sind qualifizierende Einkünfte per Definition steuerfrei.

Die Besteuerung bei Rechtsformumwandlung ist wie folgt geregelt: In den Niederlanden muss das Vermögen des zum BI Status konvertierenden Unternehmens im vorherigen Steuerjahr auf den Marktwert angehoben werden. Stille Reserven werden mit dem vollen Körperschaftsteuersatz versteuert. In Frankreich und Belgien hingegen wird ein reduzierter Steuersatz angesetzt. In Belgien entspricht dieser verminderte Steuersatz von 20,085 % dem Steuersatz bei einer Liquidation des Vermögens und ist sowohl bei Umwandlung als auch bei der Fusion eines Nicht-SICAFI mit einem SICAFI anzusetzen. In Frankreich wird der halbe Körperschaftsteuersatz von 19,5 % angesetzt, die Steuer ist auf vier Jahre verteilt zu zahlen.

In Japan und in den reiferen Märkten USA, Australien und den Niederlanden gibt es keine grundsätzliche privilegierte Behandlung der stillen Reserven. In den USA ist allerdings die Möglichkeit der Steueroptimierung durch die UPREIT-Struktur zu berücksichtigen. Darüber hinaus kann die sog. Exit Tax gestundet werden. Die Exit Tax entfällt sogar vollständig, sofern die Immobilien für mindestens zehn Jahre im Bestand der REIT-Vorgängergesellschaft gehalten wurden. In Kanada können nur bestehende Trusts zum MFT-Status konvertieren, weshalb keine stillen Reserven aufgelöst werden.

Performance: Eine vergleichende Betrachtung der Performance zeigt, dass der REIT-Markt sich in vielen Vergleichsländern in Relation (Standardaktien und Renten gut entwickelt hat (vgl. Tabelle 32). Die langfristige Performance im Zeitraum 1990 bis 2004 ist lediglich in Belgien und den Niederlanden unterdurchschnittlich. In Japan folgten die Immobilienaktien der langfristigen (geringen) Performance des Aktienmarktes, seit Einführung der REITs ist aber eine gute Performance zu beobachten. Eine relativ zu anderen Anlageformen besonders gute Wertentwicklung konnten REITs i.d.R. nach der Jahrtausendwende verzeichnen. Bezüglich ihres Risiko-Rendite-Profils zeigen sich REITs häufig als etwas weniger riskant als Aktien bei häufig kaum geringerer Rendite.

Es bestehen im Allgemeinen deutliche positive Korrelationen auf der Basis von Monatsrenditen mit dem allgemeinen Aktienmarkt (vgl. Tabelle 33). Langfristig liegen aber in keinem Land Kointegrationsbeziehungen mit dem Aktienmarkt vor. Geringe Korrelationen bestehen dagegen im Allgemeinen mit dem Rentenmarkt, hier lassen sich allerdings für einige Länder Langfristbeziehungen in Form von Kointegration nachweisen. Zudem zeigt sich in einigen Ländern eine Kointegration mit der Entwicklung des Verbraucherpreisniveaus: ein Indiz dafür, dass das Investment in REITs einen Inflationsschutz darstellt. Für die USA kann darüber hinaus eine Kointegration mit den Immobilienpreisen festgestellt werden (vgl. Tabelle 34).

Tabelle 32: Performance von REITs und Immobilienaktien im Überblick

	USA			
	REITs Composite		REITs Equity	
	Rendite	Stabw.	Rendite	Stabw.
Jan 1980 - Aug. 2004	12.18 %	12.8 %	13.8 %	12.7 %
Jan 1990 - Dez. 2003	11.96 %	12.1 %	12.5 %	13.1 %
Jan 1990 - Dez. 1995	10.07 %	11.4 %	11.0 %	12.5 %
Jan. 1996 - Dez. 2000	9.05 %	13.3 %	9.7 %	13.2 %
Jan 2001 - Aug. 2004	19.34 %	14.1 %	18.4 %	14.0 %

Kanada		
	Rendite	Stabw.
Jan. 1997 - Aug. 2004	16.3 %	18.3 %
Jan. 1997 - Dez. 2000	12.8 %	22.9 %
Jan. 2001 - Aug. 2004	16.9 %	11.6 %

	Australien		Japan		Niederlande		Belgien		Frankreich	
	Rendite	Stabw.	Rendite	Stabw.	Rendite	Stabw.	Rendite	Stabw.	Rendite	Stabw.
Jan. 1990 - Aug. 2004	14.9 %	10.9 %	-3.8 %	31.4 %	5.2 %	12.0 %	3.6 %	13.9 %	9.7 %	14.1 %
Jan 1990 - Dez. 1995	14.5 %	10.7 %	-10.5 %	34.8 %	-5.5 %	10.7 %	-3.5 %	19.2 %	0.5 %	16.2 %
Jan. 1996 - Dez. 2000	17.6 %	12.7 %	-1.7 %	29.4 %	9.2 %	12.4 %	6.0 %	9.4 %	15.3 %	11.3 %
Jan 2001 - Aug. 2004	10.8 %	8.5 %	5.1 %	28.3 %	17.1 %	12.7 %	13.1 %	6.9 %	17.8 %	13.7 %

Tabelle 33: Korrelationsergebnisse im Überblick

	USA		Kanada*	Austral.	Japan	Niederl.	Belgien	Frankr.
Aktien	Comp.	Equity						
Jan.80 - Aug. 2004	0.48	0.46						
Jan 1990 - Aug. 2004	0.34	0.33	0.29	0.58	0.74	0.51	0.45	0.45
Jan 1990 - Dez. 1995	0.52	0.51		0.66	0.90	0.50	0.63	0.61
Jan. 1996 - Dez. 2000	0.24	0.23	0.42	0.62	0.54	0.61	0.46	0.28
Jan 2001 - Aug. 2004	0.35	0.34	0.24	0.35	0.55	0.57	0.29	0.45
Renten								
Jan.80 - Aug. 2004	0.22	0.14						
Jan 1990 - Aug. 2004	0.15	0.15	0.09	0.45	-0.05	0.09	0.26	0.25
Jan 1990 - Dez. 1995	0.37	0.38		0.58	0.08	0.34	0.33	0.56
Jan. 1996 - Dez. 2000	0.08	0.06	0.24	0.48	-0.14	0.08	0.31	-0.07
Jan 2001 - Aug. 2004	0.00	-0.01	0.05	0.07	-0.32	-0.17	0.02	-0.05

*Zeitreihen erst ab 1997.

Tabelle 34: Kointegrationsergebnisse im Überblick

	USA*		Kanada**	Austral.	Japan	Niederl	Belgien	Frankr.
	Composite	Equity						
Aktien	Nein	Nein	Nein	(Nein)	Nein	Nein	Nein	Nein
Renten	Nein	Nein	Ja	(Nein)	Nein	Ja	(Ja)	Ja
CPI	(Ja)	(Ja)	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja
Immobilien	Ja	Nein						

*Zeitraum Jan. 1980 – Aug. 2004, **Zeitreihen erst ab 1997. Quellen Tabelle 32 bis Tabelle 34 siehe jeweils Länderbeschreibungen. (Nein): schwache Signifikanz (Ja): mehr als ein Kointegrationsvektor.

C Der deutsche Immobilienanlagemarkt

C.I Allgemeine Marktstruktur und Entwicklungstrends

Der deutsche Immobilienmarkt ist - schlaglichtartig dargestellt - durch die folgenden Marktgegebenheiten und aktuellen Trends geprägt:

- **Polyzentrische Marktstruktur**

  Anders als bspw. in Frankreich oder Großbritannien verfügt der deutsche Immobilienmarkt über eine polyzentrische Struktur anstelle einer dominanten Metropole, in der sich das Marktgeschehen konzentriert. Die großen regionalen Märkte weisen dadurch jeweils eine relativ geringere Bedeutung für den deutschen Anlagemarkt auf.

- **Regionale und mittelständische Prägung der Marktteilnehmer**

  Nicht zuletzt wegen der polyzentrischen Struktur ist die hiesige Immobilienbranche entsprechend fragmentiert und besteht zum großen Teil aus regionalen Unternehmen mit mittelständischer Prägung. Speziell in den Bereichen Asset Management oder Projektentwicklung gibt es nur wenige unabhängige Marktteilnehmer von nationalem Format. Im Gegensatz dazu konnten sich bspw. Im Vereinigten Königreich (London) oder Frankreich (Paris) vergleichsweise größere und professionell aufgestellte Unternehmen herausbilden.

- **Die traditionell relativ hohe Stabilität des Marktes unterliegt einem Wandlungsprozess**

  Im Vergleich zu ausländischen Märkten wies der deutsche Immobilienmarkt in den letzten Jahrzehnten eine relativ hohe Beständigkeit hinsichtlich der Miet- und Wertentwicklung auf. Die wesentlichen wertbeeinflussenden Parameter – die Marktmieten und Anfangsrenditen – unterlagen in der langfristigen Betrachtung nur relativ geringen Schwankungen. Die geringe Volatilität geht mit einer Bewertungskultur einher, die stark auf eine nachhaltig orientierte Marktbetrachtung ausgerichtet war. Hier deutet sich allerdings ein Paradigmenwechsel an, denn die Marktteilnehmer scheinen sich der stärker am aktuellen Marktgeschehen orientierten angelsächsischen Marktwertbetrachtung zuzuwenden. Gleichzeitig hat sich die Transparenz sukzessive verbessert. Durch diese Entwicklungen wird die Volatilität innerhalb der Marktzyklen tendenziell verstärkt.

- **Wirtschaftliche Strukturkrise verschärft die Krise am Vermietungsmarkt**

  Die großen Büromärkte stecken seit 2001 in einem zyklischen Abschwung und damit zunehmend in der Krise. Eine Besserung ist in den nächsten Jahren nicht absehbar. Die Leerstandsraten wichtiger Märkte weisen derzeit Niveaus von über 15 % auf. Besonders betroffen sind die Standorte Frankfurt, Berlin und München. Die Mieten sind weiterhin rückläufig und Unternehmen nutzen den Mietermarkt vor allem zur Konsolidierung bestehender Flächen. Dieser Miet- und damit auch Wertverfall schlägt auf die gesamte Branche durch und führt zu tief greifenden Veränderungen am Anlagemarkt.

- **Wichtige Marktteilnehmer befinden sich in einer kritischer Situation**

  Die problematische Marktsituation wirkt sich auf alle Marktteilnehmer aus. Insbesondere die Offenen Publikumfonds leiden unter einer Vertrauenskrise, da zunehmend die Werthaltigkeit der Bestände in Frage gestellt wird. Die Verwicklungen führender Fondsgesellschaften in Korruptionsaffären haben das Vertrauen der Anleger untergraben. Bei den Geschlossenen Immobilienfonds und den Immobilien-AGs stellt sich die Situation ebenfalls schwierig dar, da deren Immobilienportfolios ebenso betroffen sind. Hier wird das Anlegervertrauen vor allem durch Insolvenzen beeinträchtigt.

- **Auswirkungen der Krise auf die Baubranche und andere Branchen**

  Der schwache Anlagemarkt und die daraus resultierenden geringen Neuinvestitionen haben insbesondere die Bauwirtschaft sowie alle anderen Marktteilnehmer (bspw. Maklerunternehmen, Architekten etc.) betroffen.

- **Auswirkungen der Krise auf die Immobilienfinanzierer**

  Einbußen haben außerdem die Banken, speziell die Hypothekenbanken, durch die Krise am Immobilienmarkt zu erleiden. Die Anzahl der Zwangsvollstreckungen erreicht immer wieder historische Rekordniveaus. Vor diesem Hintergrund werden erstmals problembehaftete Kredite, sog. „Sub- and Non-Performing Loans“, in großem Umfang durch Banken verkauft.

- **Zunehmend restriktive Kreditvergabe seitens der Banken wegen Basel II**

  Die ohnehin schwierige Marktsituation wird durch die immer restriktiver werdende Kreditvergabe seitens der Banken im Rahmen der Umsetzung von Basel II weiter verstärkt. Besonders betroffen sind Privatanleger, da diese Anleger ihre Immobilieninvestitionen überwiegend mit Einsatz von Fremdkapital finanzieren.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich der deutsche Markt durch die Kombination mehrerer ungünstiger Einflussfaktoren derzeit in einer besonders schwierigen Phase befindet und dass eine Besserung der Situation kurz- und mittelfristig nicht absehbar ist.

C.I.1 Anlegerstruktur und Anlegerziele

C.I.1.1 Trends bei den Anlageprodukten in der Vergangenheit

Die deutschen Kapitalanleger haben in der Vergangenheit häufig aus steuerlichen Überlegungen heraus in Immobilien oder Immobilienfonds investiert. In den 1980er Jahren galten bspw. Eigentumswohnungen in Form von Bauherrenmodellen als Steuersparmaßnahme. In den 1990er Jahren flossen die Anlegergelder vor allem in Direktanlagen und Geschlossene Immobilienfonds in den Neuen Bundesländern, um an der Sonder-AfA steuerlich zu partizipieren. Mit Auslaufen dieser Steuerprivilegierung erhielten die eher renditeorientiert ausgerichteten Offenen Immobilienfonds große Mittelzuflüsse. Diese Mittelzuflüsse wurden durch die Turbulenzen an den Aktienmärkten und sinkende Zinsen an den Rentenmärkten noch weiter forciert, wobei mittlerweile eine Entspannung der Situation eingetreten ist.

C.I.1.2 Aktuelle Anlageziele inländischer Investoren

Die Nachfrage der institutionellen Investoren konzentriert sich seit mehreren Jahren auf nachhaltig vermietete Anlageimmobilien an den international wichtigen Standorten innerhalb Europas, den USA, Kanada und Asien. Die bedeutenden deutschen Standorte stehen in weltweiter Konkurrenz. Viele kleinere institutionelle Investoren versuchen durch indirekte Investments – vor allem via Immobilien-Spezialfonds – in Auslandsmärkte zu investieren.

Auch private Investoren agieren sehr zurückhaltend. Viele Anleger haben bei Immobilienengagements in den Neuen Bundesländern substanzielle Verluste erlitten. Gleichzeitig trübt die Verunsicherung über die wirtschaftliche Perspektive die Investitionsbereitschaft ebenso wie die politische Diskussion um die Kürzung von Steuervorteilen bei Immobilienanlagen (bspw. Erbschaftsteuer). Auch die historisch günstigen Hypothe-

kenzinsen vermögen keine deutliche Belebung der Anlagebereitschaft herbeizuführen, wobei sich hier auch die gestiegenen Beleihungsanforderungen der Banken (Basel II) auswirken dürften.

Die Folge dieser Entwicklungen sind rückläufige Investitionsvolumina. Der Anlagemarkt stellt sich in den meisten Segmenten als Käufermarkt dar. Dies hat entsprechende Auswirkungen auf die Bauindustrie, die sich zunehmend einer Dauerrezession und einem bisher unvorstellbarem Abbau von Arbeitsplätzen gegenübersieht. Insbesondere im Geschosswohnungsbau deutet sich in wirtschaftsstarken Ballungsräumen nachhaltig eine spürbare Verknappung des Neuangebots an.

C.I.1.3 Aktuelle Ziele ausländischer Investoren

Die Krise am deutschen Immobilien-Anlagemarkt mit allen Nebenwirkungen sehen insbesondere ausländische Private Equity-Fonds als Chance für einen günstigen Markteinstieg. Diese Fonds sind durch eine opportunistische Ausrichtung geprägt, d.h. die Anlagestrategie ist auf eine antizyklische Investitionstätigkeit in Verbindung mit der Umsetzung wertsteigernder Maßnahmen bei den akquirierten Beständen ausgerichtet. Die Nachfrage dieser Fonds konzentriert sich auf Kreditportfolios mit Problemengagements („Sub- and Non-Performing Loans“), Immobilienportfolios von Unternehmen (insbesondere „Sale and Lease-backs“) sowie größere Wohnungsbestände und Wohnungsgesellschaften. Andere ausländische Investoren, bspw. institutionelle Anleger oder Immobilienfonds, investieren nur in einem vergleichsweise geringen Maße und sehr selektiv.

C.I.2 Erwartete Entwicklungstrends

Da aufgrund der schleppenden wirtschaftlichen Entwicklung kurz- und mittelfristig ein wirtschaftlicher Aufschwung eher unwahrscheinlich erscheint, kann auch für die Immobilienmärkte zunächst keine spürbare Erholung erwartet werden. Selbst bei einer konjunkturellen Belebung reagieren die Immobilienmärkte erfahrungsgemäß erst mit einer Verzögerung von ein bis zwei Jahren.

Vor diesem Hintergrund erscheint es für die nächsten Jahre wahrscheinlich, dass sich die Private Equity Engagements ausländischer Investoren weiter verstärken werden, während gleichzeitig die deutschen Investoren weiterhin Zurückhaltung bei Engagements am hiesigen Markt üben. Die Preise dürften am gewerblichen Immobilienmarkt zunächst tendenziell weiter stagnieren oder fallen.

Im Hinblick auf die zu beobachtende Stagnation und die Vertrauensprobleme bei den bestehenden Immobilien-Anlageprodukten scheint ein günstiger Zeitpunkt für die Einführung eines neuen Anlageprodukts gekommen zu sein. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass sich die REIT-Märkte in USA und Kanada Anfang und Mitte der 90er Jahre aus einer Immobilienmarktkrise heraus entwickelt haben und dass die J-REITs ebenfalls aus einer höchst problematischen Immobilienmarktphase heraus entstanden sind. Besondere Parallelen zur deutschen Situation zeigen sich in der Krise der offenen Immobilienfonds in Kanada, die dort unmittelbarer Anlass zur Einführung der REITs war.

Maßgeblich für die gestiegene Bedeutung der REITs war in allen Fällen die krisenbedingt eingeschränkte Verfügbarkeit von Fremdkapital, die alternative Formen der Rekapitalisierung von Immobilieninvestments mit hohem Eigenkapitalanteil erforderlich machte. Die aktuelle Situation am deutschen Markt ist mit den genannten Beispielfällen weitgehend vergleichbar und würde den deutschen REITs im Falle einer kurzfristigen Einführung ermöglichen, aus einem sich am Tiefpunkt befindlichen Immobilienmarkt mit erheblichem Wachstumspotenzial zu starten, zusätzlich forciert durch günstige Fremdkapitalzinsen.

C.II Vergleich der REITs mit den etablierten Anlagevehikeln im deutschen Immobilienmarkt

C.II.1 Immobilienaktiengesellschaften

C.II.1.1 Marktentwicklung

Die Immobilien-AGs sind erst Mitte der 1990er Jahre, nicht zuletzt einhergehend mit dem Erfolg der US-REITs, als eigene Aktienkategorie am Anlagemarkt wahrgenommen worden.

Die Neugründung weiterer Gesellschaften durch Immobilienunternehmer belebte die Aktienkategorie zwischenzeitlich. Ein Marktdurchbruch wurde jedoch nicht erreicht. Die Anlegerschaft besteht überwiegend aus Privatanlegern. Engagements institutioneller Anleger sind kaum bekannt.

C.II.1.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **Rechtsform**

Die deutschen Immobilien-AGs unterliegen dem AktG; investmentrechtliche Sonderregelungen bestehen daher nicht. Die Organe der AG (Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung) sowie die Rechte und Pflichten der Aktionäre entsprechen der jeder anderen AG. Das Stammkapital muss mindestens € 50.000 betragen.

Die Immobilien-AGs gingen größtenteils aus börsennotierten Industrieunternehmen hervor, deren Geschäftszweck sich sukzessive auf die Verwaltung und Verwertung der betriebseigenen Immobilien reduziert hat. Einige Gesellschaften entstanden in den letzten Jahren durch die Wiederbelebung von Aktienmänteln mit immobiliennahen Geschäftsaktivitäten. Die Immobilien-AGs halten ihre Bestände erfahrungsgemäß sowohl als Direktanlagen oder als Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften, insbesondere in GmbH & Co. KGs.

- **Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenauflagen**

Wenigen Werten mit hoher Börsenkapitalisierung und relativ breit gefächerter Anlegerstruktur, die eine vergleichsweise gute Handelbarkeit aufweisen, stehen in der Mehrzahl Unternehmen gegenüber, die aufgrund ihrer Größe und der Beteiligung von Großaktionären nur eingeschränkt marktgängig sind. Daher kann die Fungibilität der meisten Aktien insgesamt nur als mäßig beurteilt werden. Positive Ausnahmen sind u.a. die Euro-Shop AG, die Deutsche Wohnen AG und die IVG AG, die durch ihren vergleichsweise hohen Free Float und als Bestandteil des europäischen Immobilienaktienindexes EPRA (European Public Real Estate Association) auch außerhalb der Landesgrenzen bekannt sind.

Die Börsenauflagen entsprechen den üblichen Standards.

Vorteilhaft sind die im Vergleich zu Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds deutlich geringeren Transaktionskosten beim Kauf von Anteilen an Immobilien-AGs, da diese als Wertpapiergeschäfte provisioniert werden.

- **Anlagerestriktionen und -management**

Immobilien-AGs verfügen über große unternehmerische Spielräume. Das Spektrum der Geschäftsfelder reicht entsprechend weit, vom eher passiven Bestandsmanagement bis zu risikoreichen Projektentwicklungsaktivitäten und ergänzenden immobilienfremden

Geschäftsfeldern. Folglich ergibt sich eine enorme Bandbreite an Rendite-Risiko-Profilen innerhalb der Aktienkategorie.

Mehrere Gesellschaften sind in den letzten Jahren in finanzielle Schieflagen und/oder Insolvenzen geraten. Dazu zählen u.a. die Günther & Sohn, CBB (Concordia Bau & Boden), WCM oder zuletzt die AGIV und deren Beteiligungsunternehmen. Die Gründe hierfür lagen neben den schwierigen Marktbedingungen vor allem in zu hohen Fremdfinanzierungsgraden, hochspekulativen Projektentwicklungsaktivitäten und z.T. auch Missmanagement. Im Fall der CBB waren Mietgarantien für Geschlossene Fonds, die in den 1990er Jahren durch die AG platziert wurden, entscheidend für die Insolvenz.

- **Fremdkapitaleinsatz**

Die Fremdkapitalbeschaffungsmöglichkeiten der Immobilien-AGs sind vielseitig. Neben den klassischen Hypothekendarlehen und Firmenkrediten sind auch die Herausgabe von Unternehmensanleihen und innovative Finanzierungsstrukturen, wie bspw. Mezzaninedarlehen, zulässig.

- **Ausschüttungsvorschriften**

Bezüglich der Dividendenpolitik unterliegen die Gesellschaften keinen Vorgaben. In der Praxis sind die Ausschüttungen überwiegend auf niedrigem Niveau. Die aktuelle Dividendenrendite für die 19 größten Immobilien-AGs (alle Werte mit einer Marktkapitalisierung von jeweils mehr als € 50 Mio.) belief sich unter Zugrundelegung der Kurse zum 31.12.2004 auf einen ungewichteten Durchschnitt von rd. 2,7 %.

- **Emissions-, Rückgabemodalitäten und Anteilswertermittlung**

Die Aktien der Immobilien-AGs können – wie bei herkömmlichen AGs – in Form von Inhaber-, Namens- oder Vorzugsaktien konzipiert sein.

Größere Neuemissionen oder Kapitalerhöhungen wurden in den letzten Jahren kaum durchgeführt.

Eine Rückgabe der Aktien an die AG oder Dritte ist ausgeschlossen, die Börsennotierung ermöglicht jedoch grundsätzlich einen Verkauf am freien Markt. Die Marktgängigkeit der Aktien wird mit rückläufiger Marktkapitalisierung und abnehmendem Streubesitz deutlich verschlechtert. Auch aus diesen Gründen notieren die Börsenkurse der meisten Immobilien-AGs unter dem sog. inneren Wert („Net Asset Value“, kurz NAV), der – vereinfacht ausgedrückt – der Summe der Vermögensgegenstände (insbesondere

der Immobilienwerte) abzüglich der Summe der Verbindlichkeiten (insbesondere der Fremdfinanzierungen) entspricht. Einige Gesellschaften lassen den Wert des Immobilienvermögens jährlich durch externe Gutachter ermitteln, um die Transparenz der Vermögensstruktur zu verbessern.

- **Publizitätspflichten und staatliche Aufsicht**

Die Rechnungslegung erfolgt entsprechend dem AktG durch den Geschäftsbericht, ggf. ergänzt durch erforderliche Ad-hoc-Publikationen. Das KonTraG findet ebenfalls Anwendung.

Es besteht keine Pflicht zur Veröffentlichung von Verkehrswerten bei den Immobilienengagements oder den dazu gehörigen Transaktionsdaten (insbesondere An- und Verkaufspreise). Bei den meisten Immobilien-AGs beschränkt sich die Rechnungslegung auf die gesetzlich erforderlichen Mindestangaben; daher ist die Transparenz der meisten Firmen als gering zu bezeichnen, obwohl es eigentlich in deren Interesse wäre, eine über das gesetzliche Maß hinausgehende Publizitätspolitik zu betreiben, um auf die Kursentwicklung positiv Einfluss nehmen zu können.

Eine plausible Schätzung der Verkehrswerte und damit des Net Asset Value durch Externe würde einen differenzierteren Ausweis der Mieterträge voraussetzen. Zudem ist eine Bewertung unbebauter Grundstücke (Altlasten, Nutzungsmöglichkeiten etc.) oder die wirtschaftliche Beurteilung von Projektentwicklungen (Mietansätze, Vermietungsstand etc.) für Außenstehende wegen der fehlenden Informationsbasis praktisch kaum durchführbar. Die eingeschränkte Transparenz über die Werthaltigkeit des Immobilien- und Unternehmenswerts dürfte als ein wichtiger Grund für die geringe Marktakzeptanz anzusehen sein.

- **Sicherungsvermögen**

Beteiligungen an Immobilien-AGs sind bei Versicherungsunternehmen im Sicherungsvermögen grundsätzlich anrechenbar. Eine systematische Zurechnung zur Aktien- oder Immobilienquote gibt es jedoch nicht, da Einzelfallprüfungen üblich sind.

C.II.1.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Immobilien-AGs unterliegen der Körperschaft- und der Gewerbesteuer. Die Veräußerungsgewinne der Immobilien-AG sind theoretisch steuerpflichtig, in der Praxis kann deren Besteuerung durch Ausnutzung des § 6b EStG aufgeschoben werden (Steuerstun-

dung). Allerdings entstehen durch diese Handhabung nicht nur stille Reserven, sondern auch latente Steuerrisiken.

Die Gewerbesteuerpflicht kann durch die Wahrnehmung der erweiterten Kürzung nach § 9 Nr. 1 GewStG umgangen werden, allerdings sind die Managementaktivitäten in diesem Fall auf ein Minimum beschränkt. Außerdem lassen sich die Steuerlasten durch steuerliche Gestaltung – bspw. durch den Erwerb von Mänteln mit Verlustvorträgen – reduzieren; bei neu gegründeten AGs ist dies jedoch nicht möglich. Die Einschränkungen der steuerlichen Transparenz sind für viele Investoren nachteilig. Die Immobilien-AGs sind renditeorientierte Anlageformen, da sie keine Verluste an ihre Aktionäre weiterreichen können.

Die Besteuerung von Sach- und Kapitaleinlagen, Grunderwerb und Veräußerungen erfolgt entsprechend den üblichen Rechtsvorschriften (vgl. zur Besteuerung der Erträge auf Gesellschafts- und Anlegerebene Tabelle 35).

Tabelle 35: Besteuerung der Immobilienaktiengesellschaften

Besteuerung auf Gesellschaftsebene	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: KSt. GewSt., falls Kürzung nach § 9 Nr.1 S. 2 GewStG nicht anwendbar
Besteuerung auf Anlegerebene (KSt-pflichtige Anleger)	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: KSt auf 5 % der Dividenden und der Veräußerungsgewinne (§ 8b KStG) GewSt. nur, soweit Beteiligungshöhe < 10 % (§ 8 Nr. 5 i.V.m § 9 Nr. 2a GewStG)
Besteuerung auf Anlegerebene (ESt-pflichtige Anleger)	Laufende Einkünfte: ESt. (Einkünfte aus Kapitalvermögen § 20 Abs. 1 EStG), Halbeinkünfteverfahren § 3 Nr. 40 EStG Veräußerungsgewinne: Steuerfrei beim Privatanleger nach Ablauf der Spekulationsfrist § 23 Abs. 1 EStG, sonst Halbeinkünfteverfahren § 3 Nr. 40 EStG Einkünfte aus Gewerbebetrieb, wenn Anleger innerhalb der letzten 5 Jahre mind. 1 % gehalten hat (§ 17 Abs. 1 EStG), Halbeinkünfteverfahren § 3 Nr. 40 EStG GewSt. betriebliche Anleger, soweit Beteiligungshöhe < 10 % (§ 8 Nr. 5 i.V.m § 9 Nr. 2a GewStG)

Quelle: Feyerabend (2004), ZEW.

C.II.1.4 Eckdaten und Performance

Die Entwicklung des deutschen Immobilienaktienmarktes kann am besten anhand des vom Bankhaus Ellwanger & Geiger 1995 aufgelegten und für den Zeitraum seit 1989 bis zum aktuellen Rand berechneten Deutschen Immobilienaktienindex (DIMAX) beurteilt werden. Der DIMAX repräsentiert den deutschen Markt für Immobilienaktien weitgehend. Kriterien für die Aufnahme in den Index sind: Es müssen mindestens 75 %

von Umsatz und Ertrag der Aktiengesellschaften aus dem Immobiliengeschäft stammen. Als Immobiliengeschäft wird u.a. definiert: Vermietung und Verpachtung, Immobilienverwaltung, Immobilienhandel, Projektentwicklung und Immobilienberatung. Die Aktiengesellschaften müssen im amtlichen Handel, im geregelten Markt oder geregelten Freiverkehr notiert sein.[102] Die Gewichtung erfolgt entsprechend der Marktkapitalisierung der Gesellschaften, allerdings nicht – wie beispielsweise beim DAX – nach dem Free Float.

Der DIMAX, der als Performanceindex berechnet wird, berücksichtigt gegenwärtig (Stand 31.12.2004) 45 Gesellschaften und hat damit eine breite Marktabdeckung (vgl. Tabelle 54 im Anhang)

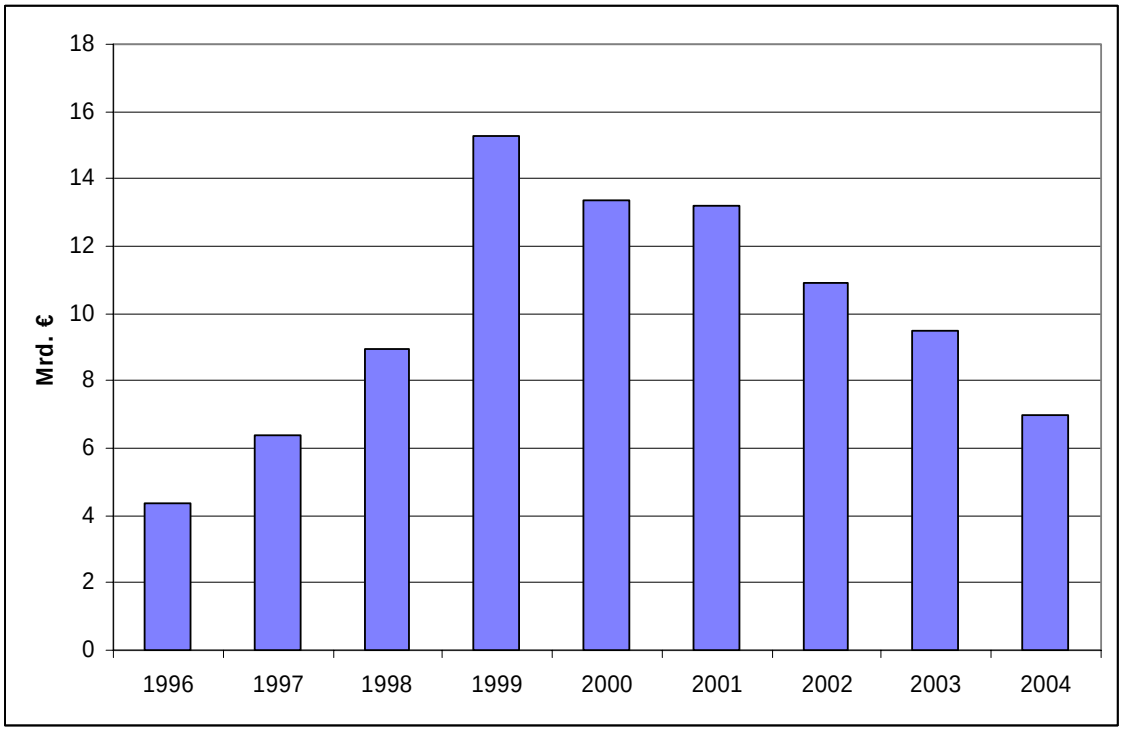
Die Entwicklung der Marktkapitalisierung (siehe Abbildung 23) zeigt einen diskontinuierlichen Verlauf, der deutlich vom Aktienboom Ende der 1990er Jahre geprägt ist. Auch wenn die Entwicklung der Marktkapitalisierung in einzelnen Jahren durch Indexanpassungen deutlich verzerrt ist, so wird doch deutlich, dass die Entwicklung der Marktkapitalisierung des deutschen Immobilienaktienmarktes keineswegs – wie in fast allen betrachteten Vergleichländern – aufwärts gerichtet ist. Das wird auch in einer Betrachtung der Performance deutlich. Über den Zeitraum von 1988 bis 2004 weist der DIMAX eine jahresdurchschnittliche Performance von 6,2 % auf, die allerdings stark durch einen erheblichen Wertzuwachs im ersten Jahr (geprägt durch die deutsche Wiedervereinigung) bestimmt ist. Im Intervall 1993 bis 2003 ist lediglich ein jahresdurchschnittlicher Wertzuwachs von 2,3 % zu verzeichnen. Deutsche Immobilienaktien rentierten damit schlechter als Standardaktien, Renten und sogar Kurzfristzinsen (vgl. Tabelle 44 auf S. 123 mit einer vergleichenden Übersicht zur Performance der deutschen Immobilienanlageprodukte). Aufgrund seiner hohen Volatilität weist der DIMAX keine offensichtliche Korrelation mit der Entwicklung des allgemeinen Immobilienpreisniveaus auf.

Eine Betrachtung der Marktliquidität anhand der Umschlagshäufigkeit (siehe Tabelle 36) im Vergleich zu Standardaktien zeigt deutlich geringere Werte selbst für große Werte im DIMAX. Die Liquidität des gesamten Segments ist damit als vergleichsweise gering einzustufen.

---

[102] Siehe Ellwanger & Geiger, http://www.privatbank.de/web/home.nsf/VCO/VSIN-59XEBA/$file/Dimaxde.pdf (20.12.04)

Abbildung 23: Marktkapitalisierung des DIMAX



Quelle: Ellwanger & Geiger, Grafik ZEW.[103]

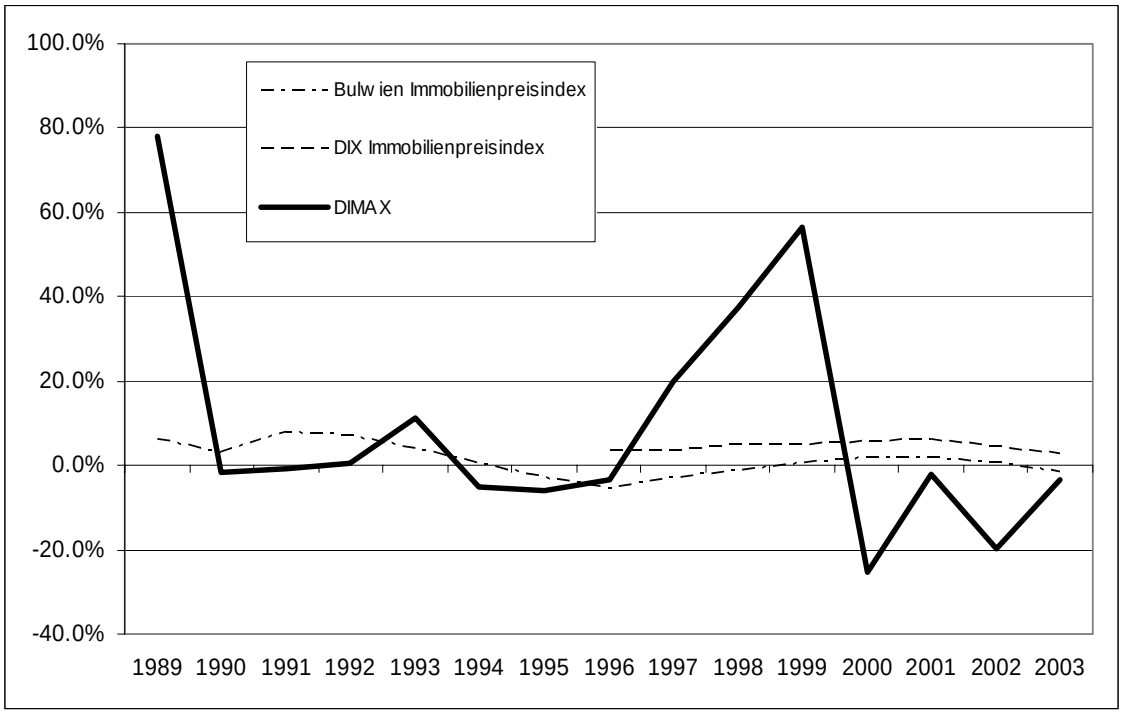
Tabelle 36: Umschlagshäufigkeit deutscher Immobilienaktien im Vergleich zu deutschen Aktienindizes

	Nov 04	Jun 04
IVG Holding AG	34 %	25 %
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG	118 %	69 %
Deutsche Euroshop AG	37	51 %
AIG International Real Estate	16 %	7 %
CDAX	172 %	150 %
DAX	182 %	159 %
MDAX	117 %	99 %
SDAX	63 %	79 %

Quelle: EcoWin, ZEW-Berechnungen.

[103] Die Änderungen der Marktkapitalisierung sind teilweise durch Aufnahm/Streichung von einzelnen Titeln verursacht (z.B. Herausnahme Bayerische Immobilien AG Jahreswechsel 2003/2004). Wir danken Herrn Leibold und Herrn Nass von Ellwanger & Geiger für die freundliche Bereitstellung der Daten.

Abbildung 24: DIMAX im Vergleich zu deutschen Immobilienpreisindizes



Quelle: Ellwanger & Geiger, DID, Bulwien, ZEW-Berechnungen.

Tabelle 37: Jährliche Performance des DIMAX

1989	77.9 %
1990	-1.7 %
1991	-0.9 %
1992	0.5 %
1993	11.4 %
1994	-4.9 %
1995	-6.2 %
1996	-3.4 %
1997	20.0 %
1998	37.6 %
1999	56.5 %
2000	-25.4 %
2001	-2.3 %
2002	-19.9 %
2003	-3.2 %

Quelle: Ellwanger & Geiger, ZEW-Berechnungen.

C.II.2 Offene Immobilienfonds

C.II.2.1 Marktentwicklung

Die Offenen Immobilienfonds gibt es in Deutschland seit Ende der 1950er Jahre, als vom Internationalen Immobilien Institut der erste derartige Fonds aufgelegt wurde. In den 1960er, 1970er und 1980er Jahren wurden durch verschiedene Banken eine Reihe Tochterunternehmen gegründet, die weitere Offene Fonds aufgelegt haben. Traditionell haben diese Gesellschaften jeweils einen Fonds betreut, dessen Anteile über das Filialnetz der Bankenmutter vertrieben wurden. Die Fonds investierten zunächst nur in Deutschland, seit Mitte der 1990er Jahre auch im europäischen Ausland und den USA und Kanada sowie seit einigen Jahren in Asien und Australien.

Für institutionelle Anleger werden seit den 1970er Jahren Spezialfonds konzipiert. Diese Fonds haben zunächst ebenfalls nur bundesweit investiert. In den letzten Jahren hat sich das Anlagespektrum ebenfalls auf das Ausland erweitert. Insbesondere in den letzten Jahren wurden eine Reihe Fondsgesellschaften gegründet und zahlreiche Fonds neu aufgelegt.

C.II.2.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **Formale Anforderungen und Rechtskonstruktion**

Die Offenen Immobilienfonds wurden 1970 in das damalige Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) aufgenommen, das seinerzeit bereits die Aktien- und Rentenfonds regelte. Mit Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes zum 1. Januar 2004 wurden die investmentrechtlichen Rahmenbedingungen der Offenen Fonds völlig neu gefasst. Die Regelungen des KAGG und das Auslandsinvestmentgesetz wurden im „Investmentgesetz“ (InvG) zusammengefasst. Parallel dazu wurden die bisher in den beiden Gesetzen enthaltenen steuerlichen Regelungen in einem neuen „Investmentsteuergesetz“ (InvStG) zusammengefasst. Mit dieser Neuregelung wurden einheitliche Vorschriften für in- und ausländische Fonds geschaffen.

Bei den Offenen Immobilienfonds handelt es sich seit Verabschiedung des InvG um sog. „Immobilien-Sondervermögen“, die durch eine Immobilien-KAG im eigenen Namen auf Rechnung der Anleger verwaltet werden. Die Immobilien-KAGs sind in den meisten Fällen Tochterunternehmen von Banken und Versicherungsunternehmen. Als sog. Spezialkreditinstitute unterstehen sie der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Die Beteiligung der Anleger am Immobilien-Sondervermögen erfolgt nicht durch die Emission von Gesellschaftsanteilen, sondern über die Ausgabe von Investmentzertifikaten. Diese werden laufend emittiert und zurückgenommen, d.h. der Fonds ist nach beiden Seiten „offen". Das Verhältnis zwischen Immobilien-KAG und Anleger wird nicht gesellschaftsrechtlich, sondern vertragsrechtlich geregelt, wobei das Vertragswerk gewährleistet, dass alle Anleger gleich behandelt werden. Die Anleger sind nicht an der Immobilien-KAG beteiligt, sondern nur am jeweiligen Immobilien-Sondervermögen. Deshalb kann eine Immobilien-KAG grundsätzlich beliebig viele Sondervermögen verwalten.

Die Vertragsbeziehung zwischen Immobilien-KAG und dem Sondervermögen wird durch eine Depotbank ergänzt, der die Verwaltung und Verwahrung des Sondervermögens obliegt. Die Depotbank ist insbesondere bei Publikumsfondsgesellschaften oftmals Allein- oder Hauptgesellschafter der Immobilien-KAG. Sie ist für die Ausgabe und Rücknahme der Anteilsscheine sowie die Ermittlung der Anteilswerte zuständig. Darüber hinaus hat die Depotbank bestimmte Kontrollbefugnisse gegenüber der Immobilien-KAG bzw. dem Sondervermögen.

- **Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenauflagen**

Die Offenen Immobilienfonds werden unterschieden in Publikumsfonds, die sich an das gesamte Anlegerpublikum (überwiegend Privatanleger) wenden, und in Spezialfonds, die eigens für bis zu 30 institutionelle Anleger (v.a. Versicherungsunternehmen, Pensionskassen etc.) aufgelegt werden können. Zulässig sind auch Spezialfonds für einen institutionellen Einzelanleger (sog. „Individualfonds").

Die Ausgabepreise der Publikumsfonds liegen pro Zertifikat üblicherweise im zweistelligen €-Bereich und die Transaktionskosten in Form des Ausgabeaufschlags bei Anteilserwerb von durchschnittlich ca. 5 % bis 6 % sind relativ hoch (vor allem in Zeiten schlechter Fondsperformance). Bei Spezialfonds liegen die Mindestbeteiligungen i.d.R. bei Millionenbeträgen und Agios sind nicht durchsetzbar.

Eine Börsennotierung der Anteile ist ausgeschlossen.

- **Anlagerestriktionen und -management**

Um die Rückgabeverpflichtung erfüllen zu können, muss zwischen 5 % und 49 % des Fondsvermögens in liquiden Mitteln (Bankguthaben, Geldmarktfonds etc.) investiert sein. Bis zu 5 % des Fondsvermögens dürfen auf Aktien entfallen. Das Liquiditätspolster soll vermeiden, dass eine Rückgabewelle (bspw. hervorgerufen durch eine unbefrie-

digende Performance in einer ungünstigen Marktphase) einen Verkaufsdruck auf der Immobilienseite erzeugt. Ein Zwang, die Objekte eventuell unter Zeitdruck verkaufen zu müssen, soll so vermieden werden.

Während der Liquiditätsanteil bei Publikumsfonds wegen der Rückgabeproblematik und auch wegen der kaum steuerbaren Zu- und Abflüsse meistens zwischen 20 % und 40 % schwankt, liegt er bei Spezialfonds deutlich niedriger und bewegt sich durchschnittlich zwischen 5 % und 10 %, da die Mittel üblicherweise nach Bedarf abgerufen oder zurückgegeben werden können.

Tabelle 38: Liquiditätsvorschriften Offener Immobilienfonds (§ 80 InvG)

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Mindestliquidität	Mind. 5 % des Fondsvermögens
An einer deutschen Börse notierte Aktien und festverzinsliche Wertpapiere	Max. 5 % des Fondsvermögens
Maximalliquidität	Max. 49 % des Fondsvermögens

Unabhängig davon, ob es sich um einen Publikums- oder Spezialfonds handelt, ergeben sich durch zahlreiche InvG-Normen zur Risikomischung und -streuung zwingend große Fondsvolumina.

Der Immobilienbestand muss aus mehreren Objekten bestehen, von denen keines mehr als 15 % Anteil am Fondsvermögen haben darf. In Frage kommen nur Mietwohn-, Geschäfts- und gemischtgenutzte Immobilien. Der Erwerb von unbebauten Grundstücken für Projektentwicklungsmaßnahmen, der Kauf von Erbbaurechten sowie Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften sind auf jeweils 20 % des Fondsvermögens begrenzt. Bis zu 10 % darf auf bestellte Erbbaurechte entfallen (Tabelle 39).

Tabelle 39: Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds bzgl. der Grundstücke und der Grundstücksgesellschaften (§ 67 und 68 InvG)

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Einzelobjektanteil zum Erwerbszeitpunkt	Max. 15 % des Fondsvermögens
Mietwohn-, Geschäfts- und gemischtgenutzte Grundstücke	Keine
Grundstücke im Zustand der Bebauung (Entwicklungsprojekte)	Max. 20 % des Fondsvermögens
Unbebaute Grundstücke (müssen bebaubar sein)	Max. 20 % des Fondsvermögens
Erbbaurechte (nur für Immobilien der vorgenannten Art)	Max. 20 % des Fondsvermögens
Andere Grundstücke und Erbbaurechte sowie Rechte in Form des Wohnungseigentums, Teileigentums, Wohnungserbbaurechts und Teilerbbaurecht	Max. 15 % des Fondsvermögens (Voraussetzung: Dauernder Ertrag muss zu erwarten sein)
Summe der Direktanlagen in Grundstücke oder entsprechender Rechte mit Währungsrisiken	Max. 30 % des Fondsvermögens
Bestellung von Erbbaurechten	Max. 10 % des Fondsvermögens
Wert der Grundstücke oder der entsprechenden Rechte, die über Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften gehalten werden	Max. 49 % des Fondsvermögens
Beteiligung an Grundstücksgesellschaften (mit maximal drei Objekten)	Max. 20 % des Fondsvermögens
Beteiligung an Grundstücksgesellschaft (mit Einzelobjekt)	Max. 15 % des Fondsvermögens

Bei Publikumsfonds ist die Immobilienanlagepolitik auf eine möglichst breite Diversifikation nach Standorten, Objektarten etc. ausgerichtet. Fokussierte Fonds, die bspw. ausschließlich in Büro-, Einzelhandels- oder Wohnimmobilien investieren, wurden bisher nicht aufgelegt. Allerdings sind einige Fonds historisch bedingt schwerpunktmäßig im deutschen Büroimmobilienmarkt investiert.

Die Strategie der Diversifikation über viele Objektarten und Standorte zielt darauf ab, die Fondsperformance nicht nur von einem Marktsegment abhängig zu machen, um so eine stetige Performance zu erzielen und Rückgabewellen zu vermeiden. Im Gegensatz dazu lassen sich Spezialfonds mit hohem Spezialisierungsgrad darstellen, um spezifische Anforderungen der Anleger zu erfüllen oder gezielt in bestimmte Nischen zu investieren.

Bei den meisten Immobilien-KAGs dürfte eine Beteiligung des Managements an den von ihnen verwalteten Offenen Immobilienfonds unwahrscheinlich sein. Insofern kann nur begrenzt von einer Identität der Interessen der Anleger und der Manager ausgegangen werden. Zwischen den Immobilien-KAGs gibt es einen lebhaften Wettbewerb, der eine gewisse Performanceorientierung bei den Managern sicherstellt.

- **Fremdkapitaleinsatz**

Der Fremdkapitalanteil darf maximal 50 % des Immobilienvermögens betragen, kann jedoch objektspezifisch variieren. Dies gilt analog für Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften (Tabelle 40).

Bei Publikumsfonds wird wegen der Rückgabeproblematik die Fremdfinanzierung von Objekten tendenziell vermieden (Ausnahme: Auslandsinvestments wegen steuerlicher Überlegungen und ggf. zur Wechselkurssicherung). Bei Spezialfonds sind wegen der begrenzten Anlegerzahl und der Abrufbarkeit der Mittelzuflüsse erfahrungsgemäß die Fremdfinanzierungsanteile höher und reichen z.T. an das gesetzliche 50 %-Limit heran.

Tabelle 40: Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds bezüglich Fremdfinanzierung (§ 82 InvG)

Anlagegegenstände	**Anlagegrenzen**
Fremdfinanzierung insgesamt	Max. 50 % des Immobilienvermögens
Fremdfinanzierung auf Einzelobjektebene innerhalb des Grundstücks-Sondervermögens	Keine
Fremdfinanzierung insgesamt auf Ebene der Grundstücksgesellschaften	Max. 10 % des Fondsvermögens und max. 50 % des Immobilienvermögens je Grundstücksgesellschaft
Fremdfinanzierung auf Einzelobjektebene innerhalb der Grundstücksgesellschaft	Keine

Aus dem Sondervermögen können im Zuge steuerlicher Gestaltung Gesellschafterdarlehen an die Grundstücksgesellschaften zu Marktkonditionen gegeben werden. Die Summe dieser Darlehen darf 50 % des Wertes der in den Gesellschaften gehaltenen Immobilien nicht übersteigen.

- **Ausschüttungsvorschriften**

Auch bezüglich der Ertragsverwendung sieht der Gesetzgeber einen Sicherungsmechanismus vor, denn lt. § 78 InvG sind bei der Ausschüttung die erforderlichen Mittel für

künftige Instandsetzung des Immobilienportfolios bei der Ermittlung der Ausschüttung in Abzug zu bringen.

- **Emissions-, Rückgabemodalitäten und Anteilswertermittlung**

Die Emissionsmöglichkeiten bestehen in der Eigenkapitalbeschaffung durch die Ausgabe eines Einheitszertifikates. Während Spezialfondsanteile kaum handelbar sind, besteht für Publikumsfondszertifikate eine börsentägliche Handelbarkeit. Diese wird jedoch nicht durch eine Börsennotierung, sondern durch die laufende Ausgabe und Rücknahme der Zertifikate erreicht. Deren Wert entspricht dem Wert des Sondervermögens (NAV) dividiert durch die Anzahl der Zertifikate (bei Publikumsfonds erfolgt eine börsentägliche Ermittlung). Die dazu erforderliche Ermittlung des Verkehrswerts der Immobilien erfolgt jährlich durch einen Sachverständigenausschuss, der sich aus einigen externen Immobiliengutachtern zusammensetzt. Da nachhaltig erzielbare Verkehrswerte (nach den Vorschriften der WertV) zu ermitteln sind, kommt es tendenziell zur Performanceglättung, d.h. es findet keine vollständige Neubewertung zu Marktwerten statt, sondern die Verkehrswerte orientieren sich an der Wertermittlung des Vorjahres. Es kommt dabei tendenziell zu einer Unterbewertung der Preisvolatilität.

Ergänzend dazu sieht der Gesetzgeber in § 81 InvG für den Krisenfall kurzfristiger drastischer Mittelabflüsse eine Möglichkeit zum Aussetzen der Rückgabeverpflichtung für einen Zeitraum von bis zu zwei Jahren vor. Bisher mussten die Immobilien-KAGs von dieser Möglichkeit noch keinen Gebrauch machen.

- **Publizitätspflichten und staatliche Aufsicht**

Bei Publikumsfonds erfolgte die Publizität bisher vor allem in Form von Zusammenfassungen auf Portfolioebene. Die obligatorischen Rechenschaftsberichte enthielten bislang kaum aus wirtschaftlicher Sicht relevante Angaben auf Einzelobjektebene (bspw. Leerstände, Mietniveaus, Mietvertragslaufzeiten oder Verkehrswerte). Im Rahmen einer Transparenzoffensive haben führende Anbieter jedoch vor kurzem damit begonnen, freiwillig die Miet- und Verkehrswerte des Fondsportfolios auf Einzelobjektebene offen zu legen, um der Kritik von Ratingagenturen, Anlegerschützern und der kritischen Öffentlichkeit hinsichtlich der erstellten Wertermittlungen bzw. der z.T. vermuteten Überbewertungen entgegenzutreten und größere Vertrauensschäden abzuwenden. Weitere Mittelrückflüsse konnten damit jedoch nicht verhindert werden.

In diesen Fällen steht dem Vorteil einer verbesserten Transparenz für die Anleger bzw. die Öffentlichkeit durchaus Nachteile beim Fondsmanagement in Form einer schlechteren Verhandlungsposition im Falle von Objektverkäufen oder bei der Verhandlung von Mietverträgen gegenüber, da die Gegenpartei diese Informationen beschaffen und nutzen kann.

Im Gegensatz zu Publikumsfonds sind bei Spezialfonds wegen der engen Bindung an die Anlegerschaft die Informationen im Rechenschaftsbericht wesentlich umfangreicher und dürften im Interesse einer optimalen Kundenbetreuung über die vorgeschriebene Mindestpublizität hinausgehen.

- **Sicherungsvermögen**

Die Position der Investoren wird durch die umfangreichen Vorschriften bezüglich der Immobilien-KAG und der Zusammensetzung des Sondervermögens nachhaltig abgesichert. Zusätzlich wird eine Depotbank zur Verwaltung und Verwahrung des Sondervermögens eingeschaltet. Das BaFin überwacht die Fonds und die Immobilien-KAGs. Wegen des umfangreichen Anlegerschutzes können Beteiligungen an Offenen Immobilienfonds bei Versicherungsunternehmen auf das Sicherungsvermögen angerechnet werden.

C.II.2.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Offene Immobilienfonds sind von der Körperschaft- und der Gewerbesteuer durch das InvG befreit und somit steuerlich transparent. Hinsichtlich der Körperschaftsteuer gelten Immobilien-Sondervermögen als befreites Zweckvermögen. Die Gewerbesteuerbefreiung schränkt die immobilienbezogenen Managementaktivitäten nicht ein, d.h. es können bspw. beliebig viele Objekte an- und verkauft werden. Inländische Immobilien-Veräußerungsgewinne, die nach Ablauf der Spekulationsfrist (10 Jahre) realisiert wurden, können steuerfrei an Privatanleger ausgeschüttet werden. Nicht zuletzt deshalb entfällt - ähnlich wie bei Immobilien-Direktanlagen - auf die Wertentwicklung der Zertifikate i.d.R. ein steuerfreier Anteil zwischen 25 % und 50 %, der die Nachsteuerrendite vor allem für die interessante Zielgruppe der Spitzenverdiener deutlich verbessert. Dennoch handelt es sich grundsätzlich um renditeorientierte Anlageprodukte.

Tabelle 41: Besteuerung von Immobilien-Publikumsfonds und -Spezialfonds

Besteuerung auf Gesellschaftsebene	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: Als Zweckvermögen i.S.d. § 1 Abs 1 Nr.5 KStG von KSt.- und GewSt.-befreit (§ 11 Abs. 1 InvStG)
Besteuerung auf Anlegerebene (KSt-pflichtige Anleger)	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: KSt. (keine Anwendung von § 8b KStG, stattdessen Aufteilung in steuerpflichtige und steuerfreie Erträge, siehe unten „ESt-pflichtige Anleger“) GewSt.
Besteuerung auf Anlegerebene (ESt-pflichtige Anleger)	Laufende Einkünfte (Privatvermögen und Betriebsvermögen): ESt. (Eink. aus Kapitalvermögen bzw. Gewerbebetrieb) Steuerpflichtig: Inländische Mieteinkünfte, Veräußerungsgewinne auf inländische Grundstücke innerhalb der 10-Jahres Frist Steuerfrei: Nach DBA steuerfreie ausländische Erträge, Veräußerungsgewinne auf inländische Grundstücke ausserhalb der 10-Jahres Frist (nur im Privatvermögen) Veräußerungsgewinne Fondsanteile (Privatvermögen): ESt nur wenn innerhalb der 1 Jahresfrist verkauft (§ 23 I Nr. 2 EStG) Veräußerungsgewinne Fondsanteile (Betriebsvermögen): Steuerfrei in Höhe des „Aktiengewinns“ (§ 8 InvStG) GewSt. betriebliche Anleger

Quelle: Feyerabend (2004), ZEW.

C.II.2.4 Eckdaten und Performance

Sowohl im Segment der Offenen Publikums- als auch der Spezialfonds waren in der Vergangenheit hohe Wachstumsraten zu verzeichnen (Abbildung 25). Offene Immobilienfonds verfügen gegenwärtig über ein Anlagevolumen von rund 91. Mrd. Euro, davon werden ca. 67 % in Immobilien und Grundstücksgesellschaften gehalten. Offene Spezialfonds haben ein Volumen von insgesamt rund 14 Mrd. Euro. Sie verfügen – aufgrund der geringeren Liquiditätsanforderungen wegen der geringeren Rückgabewahrscheinlichkeit der Anteile – mit rund 83 % über einen höheren Anteil an direkt gehaltenen Immobilien und Anteilen an Grundstücksbeteiligungsgesellschaften im Portfolio als die Publikumsfonds (Abbildung 27).

Die Offenen Publikumsfonds zeichnen sich durch eine im Vergleich zu anderen Anlageformen (Aktien, Renten) vergleichsweise geringe, aber stabile Rendite, gemessen am BVI Composite Total Return, aus.[104] Wie Abbildung 26 verdeutlicht, spiegelt die Wertentwicklung der offenen Immobilienfonds die Entwicklung des Immobilienmarktes –

[104] Wir danken der DID Deutsche Immobiliendatenbank GmbH für die freundliche Überlassung Ihrer Daten zum BVI Composite Total Return.

gemessen an den an Neuvermietungen bzw. Neuverkäufen orientierten Bulwien-Indizes – nur bedingt wider.

Die Wertentwicklung der Fonds ist grundsätzlich stetiger als die des Immobilienmarktes im Neugeschäft. Ursächlich dafür sind einerseits die Bewertungen der von den offenen Fonds gehaltenen Immobilien, die u.a. wegen länger laufender Mietverträge und einer vergangenheitsorientierten Bewertung häufig eine hohe Autokorrelation – d. h. eine Abhängigkeit von den Vorjahresbewertungen – aufweisen. Des Weiteren ist die hohe Liquiditätsquote der Publikumsfonds ursächlich für deren im Vergleich zur Immobiliendirektanlage im Neugeschäft trägere Wertentwicklung. Schließlich wirken sich die zunehmenden Auslandsinvestments der Fonds verzerrend aus, denn die Performance der Immobilienanlagen koppelt sich dadurch vom hiesigen Markt ab.

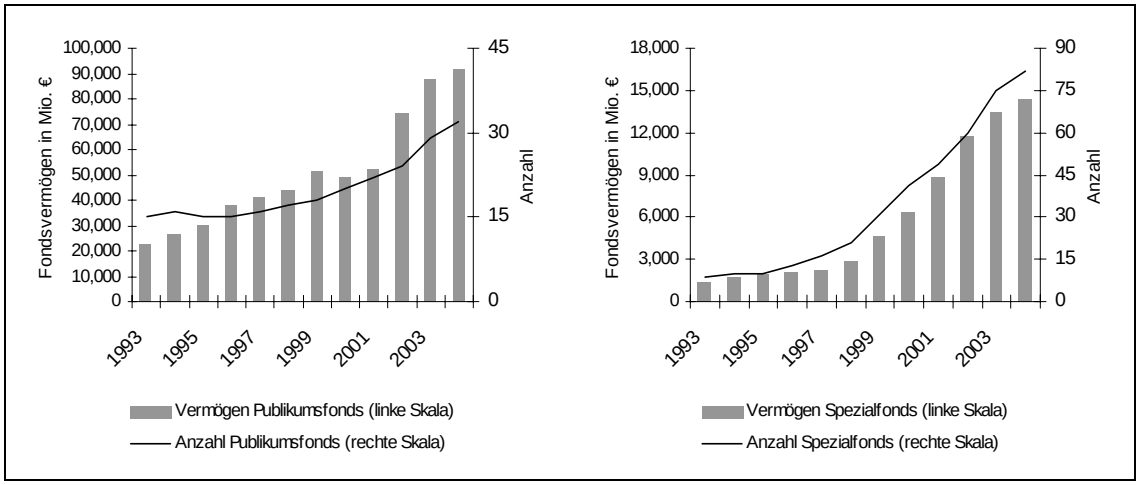
Einen in Bezug auf die Volatilität ähnlichen Verlauf wie die Entwicklung der offenen Immobilienfonds weist der von der Deutschen Immobiliendatenbank berechnete Deutschen Immobilienpreisindex DIX auf, der die Wertentwicklung im Immobilienbestand stärker berücksichtigt und auch in stärkerem Maße auf Angaben institutioneller Investoren beruht.

Für die Immobilien-Spezialfonds, die sich ausschließlich an institutionelle Anleger richten und deren Anlegerstruktur stark von Versicherungsunternehmen dominiert wird (Abbildung 28), existieren keine öffentlich verfügbaren Daten zu ihrer Gesamtperformance. Die Statistiken der Deutschen Bundesbank erlauben es jedoch, zumindest eine durchschnittliche Ausschüttungsrendite zu berechnen.[105]. Die Ausschüttungsrendite – die allerdings die Wertänderungsrendite der Spezialfonds unberücksichtigt lässt – zeigt einen ähnlichen Verlauf wie die Gesamtrendite der offenen Publikumsfonds. (Vgl. außerdem Tabelle 44 auf S. 123 mit einer vergleichenden Übersicht zur Performance der deutschen Immobilienanlageprodukte).

---

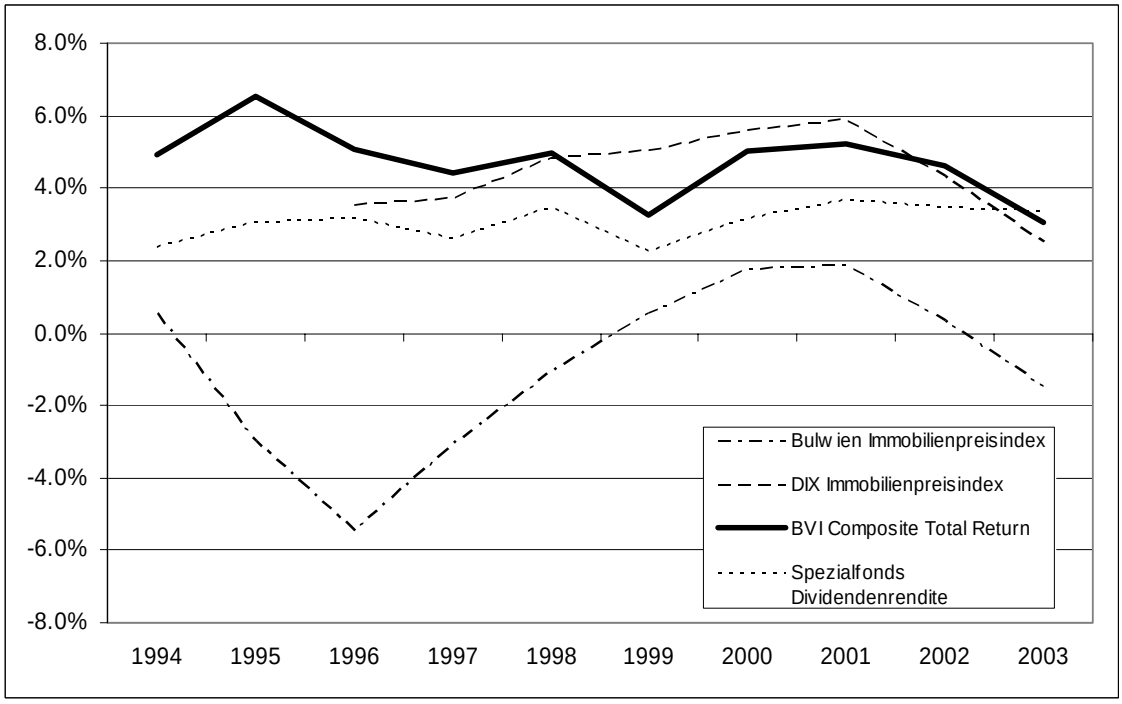
[105] Die Deutsche Bundesbank gibt in ihrer Kapitalmarktstatistik sowohl das Volumen der Spezialfonds als auch ihre jährlichen Ausschüttungen an. Aus diesen Daten wurde die Ausschüttungsrendite berechnet. Die Bundesbank verzeichnet nur ausschüttende, keine thesaurierenden Spezialfonds, so dass die Ausschüttungsrendite mit der Dividendenrendite gleichgesetzt werden kann.

Abbildung 25: Entwicklung Fondsvermögen und Anzahl Immobilienfonds (Publikums und Spezialfonds)



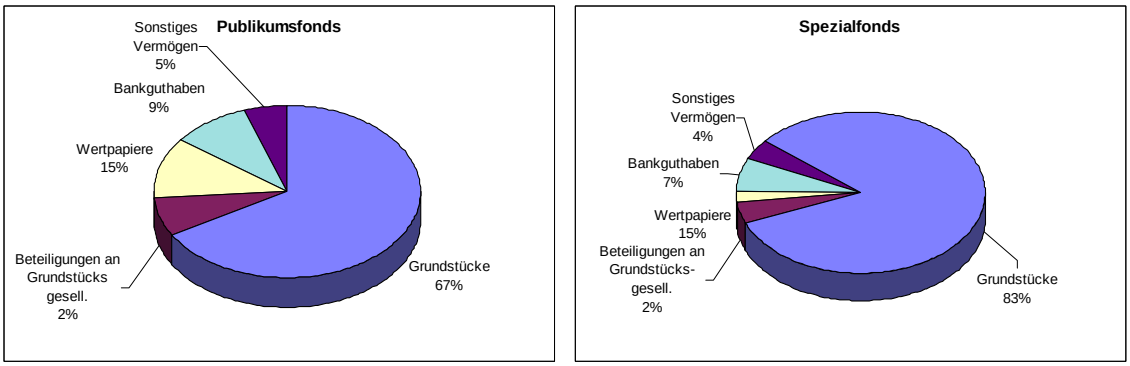
Quelle: Deutsche Bundesbank, Grafik ZEW, 2004 Stand Oktober.

Abbildung 26: Performance offener Immobilienfonds im Vergleich zum Immobilienmarkt



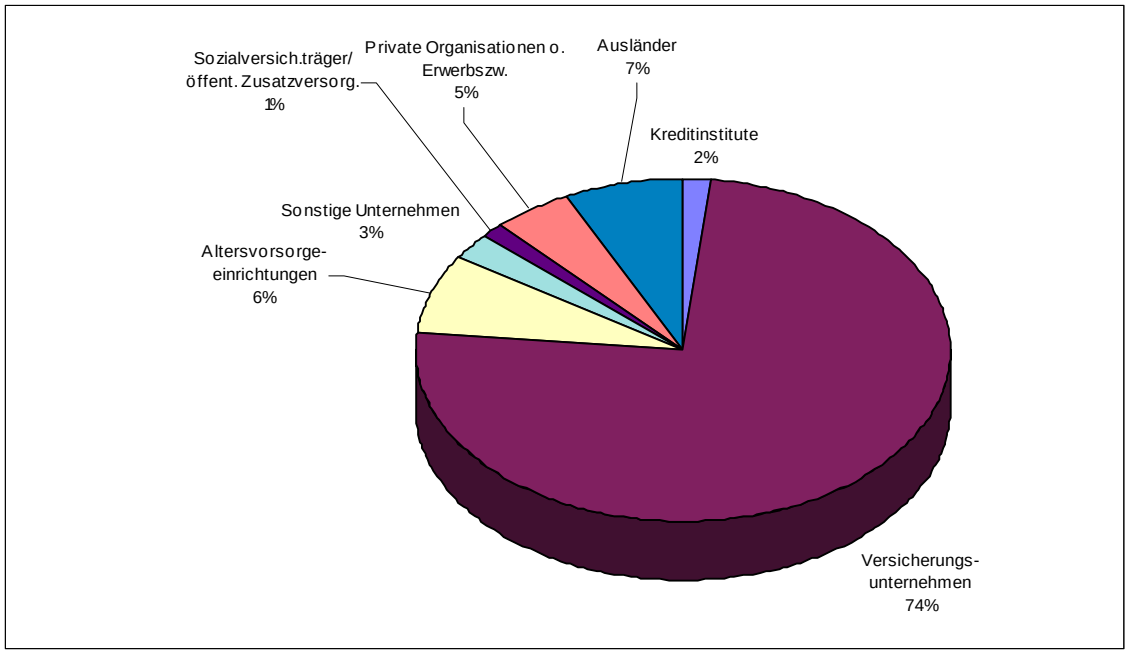
Quelle: DID, Deutsche Bundesbank, Bulwien, ZEW-Berechnungen.

Abbildung 27: Vermögensstruktur von Publikumsfonds und Spezialfonds im Vergleich (Jan. 2005)



Quelle: Deutsche Bundesbank, ZEW-Berechnungen.

Abbildung 28: Anlegerstruktur Spezialfonds (Jan. 2005)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Grafik ZEW. Nach Anteilen am Fondsvermögen.

C.II.3 Geschlossene Immobilienfonds

C.II.3.1 Marktentwicklung

Die Geschlossenen Immobilienfonds werden seit den 1970er Jahren vor allem bei Privatanlegern der mittleren und höheren Einkommensklasse platziert. Ursprünglich waren die Fonds vor allem als Einzelobjektfonds mit Steuervorteilen konzipiert. In den späten 1990er Jahren wurden verstärkt sog. renditeorientierte Fonds mit kleineren Immobilienportfolios konzipiert. In den letzten Jahren konzentrierten sich die Anbieter auf Fonds mit ausländischen Immobilien, insbesondere in den USA und den Niederlanden.

Neben den Fonds für Privatanleger wurden in den letzten Jahren verstärkt Fonds für institutionelle Anleger aufgelegt. Diese kleineren Konsortien werden durch Asset-Managementfirmen gebildet, um gezielt in bestimmte Märkte (bspw. im Ausland) oder große Einzelobjekte (bspw. Messeturm Frankfurt) zu investieren. Für diese Anlegerschaft ist eine Handelbarkeit der Anteile sekundär, da diese sich typischerweise über einen bestimmten Zeitraum in dem jeweiligen Immobilienmarktsegment engagieren wollen.

C.II.3.2 Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

- **Rechtsform**

Bei Geschlossenen Immobilienfonds sind keine speziellen Anforderungen des Gesetzgebers an die Rechtskonstruktion zu berücksichtigen. Aufgrund der fehlenden investmentrechtlichen Regelung wird der Geschlossene Immobilienfonds auch als ein Produkt des sog. „grauen Kapitalmarkts“ bezeichnet.

Die Gesellschaftskonstruktion basiert üblicherweise auf der Rechtsform der Personengesellschaft, insbesondere der GmbH & Co. KG, um die steuerlichen Vorteile an die Anleger weitergeben zu können. Die Fondszeichner beteiligen sich üblicherweise als Kommanditisten oder über einen Treuhänder an der KG. Die Komplementärfunktion wird oft durch die Initiatoren oder Personen aus deren Umfeld wahrgenommen.

- **Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenauflagen**

Der Großteil der Geschlossenen Immobilienfonds verfügt über private Anlegerkreise der mittleren bis gehobenen Einkommensklasse. Die Streuung auf Investorenseite variiert von einigen wenigen Anlegern bei sog. „Private Placements“ bis zu großen Fonds mit tausenden von Anlegern. Tendenziell nehmen die Transaktionskosten mit zunehmendem Streubesitz erheblich zu, da die zu leistenden Provisionszahlungen für den

Vertrieb etc. bei kleinteiliger Anlegerstruktur auf 15 % bis 18 % der Anteilskaufpreise steigen können. Diese Kosten sind jedoch aus steuerlicher Sicht vorteilhaft.

Der wesentliche Schwachpunkt der Geschlossenen Immobilienfonds ist die eingeschränkte Verkäuflichkeit der Anteile, insbesondere wenn die Steuervorteile aufgebraucht sind und die Fondsimmobilien sich nicht wie erwartet rentieren. Daher gab es in den letzten Jahren mehrere Versuche, einen Zweitmarkt für den Handel dieser Fondsanteile aufzubauen. Diese Initiativen wurden zum Teil durch einzelne Emissionshäuser selbst begründet, indem diese versuchen, innerhalb ihrer Klientel Anteile weiterzuvermitteln. Parallel dazu haben auch Börsen Versuche unternommen, einen Markt für Fondsanteile zu etablieren. Eine echte Handelbarkeit wurde jedoch weder beim Initiatorenhandel noch an den Börsen erreicht. Die Kernprobleme liegen - neben der Sekundärmarktproblematik und einer eventuellen schlechten Immobilienperformance – in der eingeschränkten Transparenz des Anteilswertes, der z.T. großen Anteilsstückelung und den beschränkten Mitspracherechten bzw. Einflussmöglichkeiten.

- **Anlagerestriktionen und -management**

Aufgrund der Rechtsform ergeben sich praktisch so gut wie keine Restriktionen hinsichtlich der Anlagetätigkeit. Grundsätzlich kann in alle Arten von Immobilien im In- und Ausland investiert werden. Allerdings ergeben sich vor dem Hintergrund der steuerlichen Rahmenbedingungen durchaus Einschränkungen beim Management, bspw. um die Klassifikation der Einkünfte in der Kategorie „Vermietung und Verpachtung“ sicherstellen zu können.

Das Fondsmanagement wird üblicherweise durch den Initiator wahrgenommen. Dabei handelt es sich um unabhängige Emissionshäuser oder spezialisierte Tochterunternehmen von Finanzdienstleistungsunternehmen.

- **Fremdkapitaleinsatz**

Die geschlossenen Fonds werden erfahrungsgemäß mit einem gewissen Teil Fremdkapital finanziert. Zur Höhe und den Modalitäten der Finanzierung gibt es jedoch keine Vorschriften.

- **Ausschüttungsvorschriften**

Auch hinsichtlich der Ausschüttung unterliegen die Fonds keinerlei Vorschriften. Die Höhe der möglichen Ausschüttung ergibt sich primär aus der Differenz zwischen den laufenden Mieteinnahmen und der Summe der Bewirtschaftungs- und Finanzierungskosten. Einige Fonds bilden jedoch aus diesen Überschüssen Liquiditätsreserven, um

die Kostenrisiken von eventuell erforderlich werdenden Anschlussvermietungen decken zu können.

- **Emissions-, Rückgabemodalitäten und Anteilswertermittlung**

Der klassische Geschlossene Fonds dient der Finanzierung einer Einzelimmobilie oder eines Immobilienportfolios über einen langfristigen Zeitraum. Die Platzierung der Anteile an Geschlossenen Fonds erfolgt i.d.R. durch Finanzvertriebe, die mit entsprechenden Vertriebsprovisionen honoriert werden. Kapitalerhöhungen sind die Ausnahme. Eine Rückgabe der Anteile ist im Normalfall nicht möglich. Da es keinen funktionierenden Zweitmarkt für Fondsanteile gibt, bemühen sich bestimmte Investoren, Anteile zu vermitteln. Allerdings können diese oft nur unter dem anteiligen inneren Wert veräußert werden.

- **Publizitätspflichten und staatliche Aufsicht**

Die Geschlossenen Fonds unterlagen bislang hinsichtlich der Prospektierung, der laufenden Publizität und der Aufsicht keinen besonderen Vorschriften. Die Berichterstattung der Initiatoren an die Anleger erfolgte primär über das laufende Reporting, die Bereitstellung der Geschäftsberichte und Gesellschafterversammlungen.

Mit dem Anlegerschutzgesetz, das Ende Oktober 2004 verabschiedet wurde und das zum 1. Juli 2005 in Kraft treten wird, stellt sich die Situation jedoch ganz anders dar, denn die BaFin ist ab diesem Zeitpunkt verpflichtet, jeden Vertriebsprospekt eines neuen Geschlossenen Fonds auf die Einhaltung formaler Richtlinien hin zu überprüfen. Erst nach erfolgter Kontrolle und positivem Prüfungsbescheid dürfen die Fonds in den Vertrieb gehen. Mit dieser Gesetzesänderung soll zukünftig einer Verbesserung des Anlegerschutzes erreicht werden.

- **Sicherungsvermögen**

Nach der für Versicherungsunternehmen geltenden Anlageverordnung (§ 1 Abs. 14 AnlV) sind Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften mit bis zu drei Objekten (die im Sitzstaat dieser Gesellschaft belegen sein müssen) sicherungsvermögensfähig, wobei auch hier Ausnahmen möglich sind. Die Zurechnung erfolgt zur Immobilienquote. Bei der Einstellung in das Sicherungsvermögen ist die Angemessenheit des Kaufpreises anhand eines Gutachtens oder in geeigneter Weise zu dokumentieren.

C.II.3.3 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Der inländische geschlossene Immobilienfonds in Form der KG wird auf Ebene des einzelnen Anlegers besteuert. Der Privatanleger erzielt üblicherweise laufende Einkünf-

te aus Vermietung und Verpachtung. Bei Veräußerung können Privatanleger Gewinne nach Ablauf der 10-Jahresfrist steuerfrei vereinnahmen. Betriebliche Anleger erzielen stets Einkünfte aus Gewerbebetrieb.

Tabelle 42: Besteuerung Geschlossener Fonds und GmbH & Co KGs

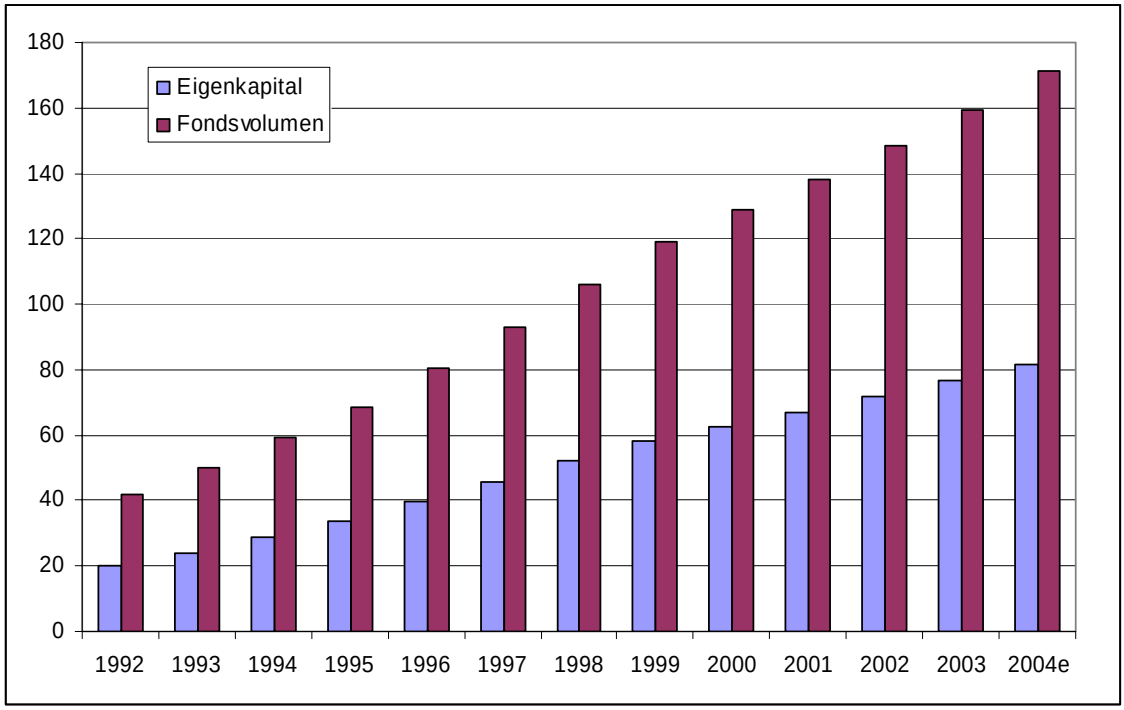
Besteuerung auf Anlegerebene (KSt-pflichtige Anleger)	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: KSt. GewSt., falls Kürzung nach § 9 Nr.1 S. 2 GewStG nicht anwendbar
Besteuerung auf Anlegerebene (ESt-pflichtige Anleger)	Laufende Einkünfte (Privatvermögen und Betriebsvermögen): ESt. (Eink. aus Vermietung und Verpachtung bzw. Gewerbebetrieb): Veräußerungsgewinne Anteile(Privatvermögen): ESt. (Sonstige Eink. [priv. Veräußerungsgeschäft n. § 23 Abs. S. 4 EStG]) nur innerhalb der 10-Jahres Frist Veräußerungsgewinne Anteile (Betriebsvermögen): ESt. (grundsätzlich Eink. aus Gewerbebetrieb, evtl. außerordentl. Eink. i.S.d § 16,34 EStG) GewSt. betriebliche Anleger, falls Kürzung nach § 9 Nr.1 S. 2 GewStG nicht anwendbar

Quelle: Feyerabend (2004), ZEW.

C.II.3.4 Eckdaten und Performance

Die Geschlossenen Immobilienfonds verfügten 2003 über ein Gesamtinvestitionsvolumen von 159,6 Mrd. Euro in Immobilien, davon 127,2 Mrd. Euro in deutschen Objekten. Im Vergleich zu offenen Fonds haben die Portfolios der geschlossenen Fonds damit einen deutlich höheren Inlandsanteil. In den letzten Jahren ist der Markt für geschlossene Fonds stark gewachsen, allein in 2003 konnte ein Zuwachs von 9 % (11,15 Mrd. Euro) Fondsvolumen gegenüber dem Vorjahr erzielt werden.[106] Traditionell ist der Vertriebsanteil der Banken und Sparkassen hoch, er betrug 2003 rd. 75,1 %.[107]

Abbildung 29: Kumuliertes Platzierungsvolumen der Geschlossenen Immobilienfonds



Quelle: Loipfinger (2004).[108]

Zur Performance existieren der Fonds existieren nur wenige Daten: Die umfassendste gegenwärtig verfügbare Untersuchung unter 1200 deutschen geschlossenen Inlands-Fonds (Fondsmedia 2002) konnte nur auf Angaben zu den wirtschaftlichen Ergebnissen von 40 Fonds zurückgreifen, deren Investitionsobjekte – abweichend von der Gesamtstichprobe – ausschließlich in den alten Bundesländern belegen waren: Von über 160 in die Untersuchung einbezogenen Anbietern veröffentlichen nur 50 Leistungsbilanzen,

---

106 Vgl. Loipfinger (2004), S. 11f.

107 Vgl. Der Immobilienbrief, Fonds-Spezial Nr. 55, 6. KW. Februar 2004, S. 4.

108 Wir danken für die freundliche Bereitstellung der Daten durch Herrn Loipfinger/Frau Boutonnet.

für rund 80 % der in Leistungsbilanzen aufgeführten Fonds gibt es darüber hinaus „praktisch keine nennenswerten Angaben zum wirtschaftlichen Verlauf“: „Damit bleibt die tatsächliche Performance vieler Fonds nebulös“.[109]

Für die Auswertung wirtschaftlicher Ergebnisse stand ein Volumen von nur rund 300 Mio. Euro mit einer mittleren Haltedauer von 19 Jahren zur Verfügung. Auf der Basis dieser – sicher nicht repräsentativen – Teilstichprobe ergaben sich eine durchschnittliche Ausschüttung von 3,08 % p.a. und Veräußerungserlöse von 5,57 % p.a. Der gesamte Cash Flow vor Steuern betrug damit 8,65 % p.a.[110] Zu berücksichtigen sind allerdings die Effekte der einkommensteuerlich relevanten Verlustzuweisungen der Fonds: Üblicherweise sind die kumulierten steuerlichen Ergebnisse negativ, so dass über die Einkommensteuerersparnisse des Investors zusätzliche Rendite generiert wird.[111]

---

109 Fondsmedia (2004), S. 4

110 Fondsmedia (2004), S. 27

111 Fondsmedia (2004), S. 24 gibt für 463 Fonds im Zeitraum von 1974 bis 2000 ein durchschnittliches negatives steuerliches Ergebnis von -128 % der Nominalbeteiligung an.

C.III Vergleich der Ertragsbesteuerung offener und geschlossener Immobilienfonds mit Immobilienaktiengesellschaften

Eine vergleichende Betrachtung der Besteuerung der in Deutschland vorhandenen Formen der indirekten Anlage in Immobilien zeigt, dass die Immobilien-AG gegenwärtig gegenüber den anderen indirekten Anlageformen oft diskriminiert ist.

Für *Privatanleger* ist die (gemilderte) Doppelbesteuerung der Immobilien-AG nach dem Halbeinkünfteverfahren, abhängig vom individuellen Steuersatz und dem Vorliegen einer Gewerbesteuerbelastung auf Ebene der Immobilien-AG, bei den laufenden Einkünften im Vergleich zum offenen Immobilienfonds nachteilig. Der Offene Fonds bietet demgegenüber den Vorteil der körperschaftsteuerlichen und gewerbesteuerlichen Transparenz. Darüber hinaus stellt sich der Privatanleger im Fall der Veräußerung von Immobilienfondsanteilen günstiger, falls er mind. 1 % der Anteile an einer AG hält *und* die Haltefrist ein Jahr übersteigt.

Für *betriebliche Anleger* ist die Immobilien-AG hinsichtlich der laufenden Einkünfte nur dann steuerlich vorteilhaft gegenüber dem Offenen Fonds, wenn mindestens 10 % der Anteile gehalten werden (wegen der Vermeidung der Gewerbesteuer auf Ebene des Anlegers). Lediglich bei der Veräußerung von Anteilen an Offenen Fonds ist die Immobilien-AG gegenüber diesem im Vorteil, da das Halbeinkünfteverfahren bzw. § 8b KStG bei der Veräußerung von Fondsanteilen nicht anwendbar ist, sondern stattdessen der Aktiengewinn nach § 8 InvStG greift. Bei einer Mindestbeteiligung von 10 % ist dieser Vorteil wegen der Vermeidung der Gewerbesteuer auf Ebene des Anlegers noch größer.

Bei geschlossenen Fonds lässt sich die Gewerbesteuer bei Anwendbarkeit der erweiterten Kürzung nach § 9 Abs. 1 S. 2 GewStG vollständig vermeiden, dies ist bei Anteilen an Immobilien-AGs, die im Betriebsvermögen gehalten werden, nur der Fall, wenn die Beteiligung 10 % übersteigt.[112]

---

[112] Die Ausführungen folgen im Wesentlichen den Ausarbeitungen von Feyerabend (2004). Wir danken Herrn Feyerabend für die freundliche Genehmigung zur Verwendung seiner Unterlagen.

Tabelle 43: Besteuerung inländischer Gesellschaften und Anleger im Vergleich

	Immobilien-AG	Offener Immobilienfonds und Spezialfonds	Geschlossener Immobilienfonds
Besteuerung auf Gesellschaftsebene	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: KSt. GewSt, falls Kürzung nach § 9 Nr.1 S. 2 GewStG nicht anwendbar	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: Als Zweckvermögen i.S.d. § 1 Abs 1 Nr.5 KStG von KSt.- und GewSt.-befreit (§ 11 Abs. 1 InvStG)	
Besteuerung auf Anlegerebene (KSt-pflichtige Anleger)	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: KSt. auf 5 % der Dividenden und der Veräußerungsgewinne (§ 8b KStG) GewSt. nur, soweit Beteiligungshöhe < 10 % (§ 8 Nr. 5 i.V.m § 9 Nr. 2a GewStG)	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: KSt . (keine Anwendung von § 8b KStG, stattdessen Aufteilung in steuerpflichtige und steuerfreie Erträge, siehe unten „ESt-pflichtige Anleger“) GewSt.	Laufende Einkünfte und Veräußerungsgewinne: KSt. GewSt., falls Kürzung nach § 9 Nr.1 S. 2 GewStG nicht anwendbar
Besteuerung auf Anlegerebene (ESt-pflichtige Anleger)	Laufende Einkünfte: ESt. (Einkünfte aus Kapitalvermögen § 20 Abs. 1 EStG), Halbeinkünfteverfahren § 3 Nr. 40 EStG Veräußerungsgewinne: Steuerfrei beim Privatanleger nach Ablauf der Spekulationsfrist § 23 Abs. 1 EStG, sonst Halbeinkünfteverfahren § 3 Nr. 40 EStG Einkünfte aus Gewerbebetrieb wenn Anleger innerhalb der letzten 5 Jahre mind. 1 % gehalten hat (§ 17 Abs. 1 EStG), Halbeinkünfteverfahren § 3 Nr. 40 EStG GewSt. beim betrieblichen Anleger, soweit Beteiligungshöhe < 10 % (§ 8 Nr. 5 i.V.m § 9 Nr. 2a GewStG)	Laufende Einkünfte (Privatvermögen und Betriebsvermögen): ESt. (Eink. aus Kapitalvermögen bzw. Gewerbebetrieb) Steuerpflichtig: Inländische Mieteinkünfte, Veräußerungsgewinne auf inländische Grundstücke innerhalb der 10-Jahres Frist Steuerfrei: Nach DBA steuerfreie ausländische Erträge, Veräußerungsgewinne auf inländische Grundstücke ausserhalb der 10-Jahres Frist (nur im Privatvermögen) Veräußerungsgewinne Fondsanteile (Privatvermögen): ESt. Nur, wenn innerhalb der 1 Jahresfrist verkauft (§ 23 I Nr. 2 EStG) Veräußerungsgewinne Fondsanteile (Betriebsvermögen): Steuerfrei in Höhe des „Aktiengewinns“ (§ 8 InvStG) Gew.St. betriebliche Anleger	Laufende Einkünfte (Privatvermögen und Betriebsvermögen): ESt. (Eink. aus Vermietung und Verpachtung bzw. Gewerbebetrieb): Veräußerungsgewinne Anteile(Privatvermögen): ESt. (Sonstige Eink. [priv. Veräußerungsgeschäft n. § 23 Abs. S. 4 EStG]) nur innerhalb der 10-Jahres Frist Veräußerungsgewinne Anteile (Betriebsvermögen): ESt. (grundsätzlich Eink. aus Gewerbebetrieb, evtl. außerordentl. Eink. i.S.d § 16,34 EStG) GewSt betriebliche Anleger, falls Kürzung nach § 9 Nr.1 S. 2 GewStG nicht anwendbar

Quelle: Feyerabend (2004), ZEW.

C.IV Performancevergleich der Anlagearten im deutschen Immobilienmarkt mit anderen Assetklassen

Die vergleichende Betrachtung der Performance der verschiedenen Anlageformen im deutschen Markt zeigt, dass offene Immobilienfonds, gemessen am BVI-Composite-Index über den zur Auswertung verfügbaren Zeitraum 1993 bis 2003 die höchste risikoadjustierte Rendite aufweisen. Allerdings ist das Renditeniveau absolut gesehen mit durchschnittlich 4,7 % p.a. recht gering und liegt 1,1 Prozentpunkte unter der Durchschnittsrendite des Rentenmarkts und 2,3 Prozentpunkte unterhalb der Durchschnittsrendite des Aktienmarktes.

Eine Investition in den deutschen Immobilienaktienindex DIMAX hat sich sowohl in der risikoadjustierten als auch in der nicht-risikoadjustierten Betrachtung in den betrachteten Zeiträumen nicht gelohnt. Insbesondere im Zeitraum von 1994 bis 2003 haben Immobilienaktien erheblich schlechter als andere Anlageformen entwickelt und rentierten sogar unterhalb der Geldmarktverzinsung.

Betrachtet man die Korrelationen mit anderen Anlageformen, so ist in Bezug auf den DIMAX eine positive Korrelation der Monatsrenditen mit dem DAX festzustellen, die in ihrer Höhe ungefähr der Korrelation von REITs mit Aktienindizes in den anderen Vergleichsländern entspricht. Die Korrelation mit dem deutschen Rentenindex REX ist dagegen gering und negativ. Zwischen DIMAX und dem in stärkerem Maße durch Auslandsinvestments geprägten BVI-Composite-Index zeigt sich ebenfalls eine negative Korrelation auf niedrigem Niveau. Der BVI-Composite-Index korreliert nicht mit dem allgemeinen Aktienmarkt, er weist dagegen eine recht deutliche Korrelation (0,51) mit dem Rentenmarkt auf.

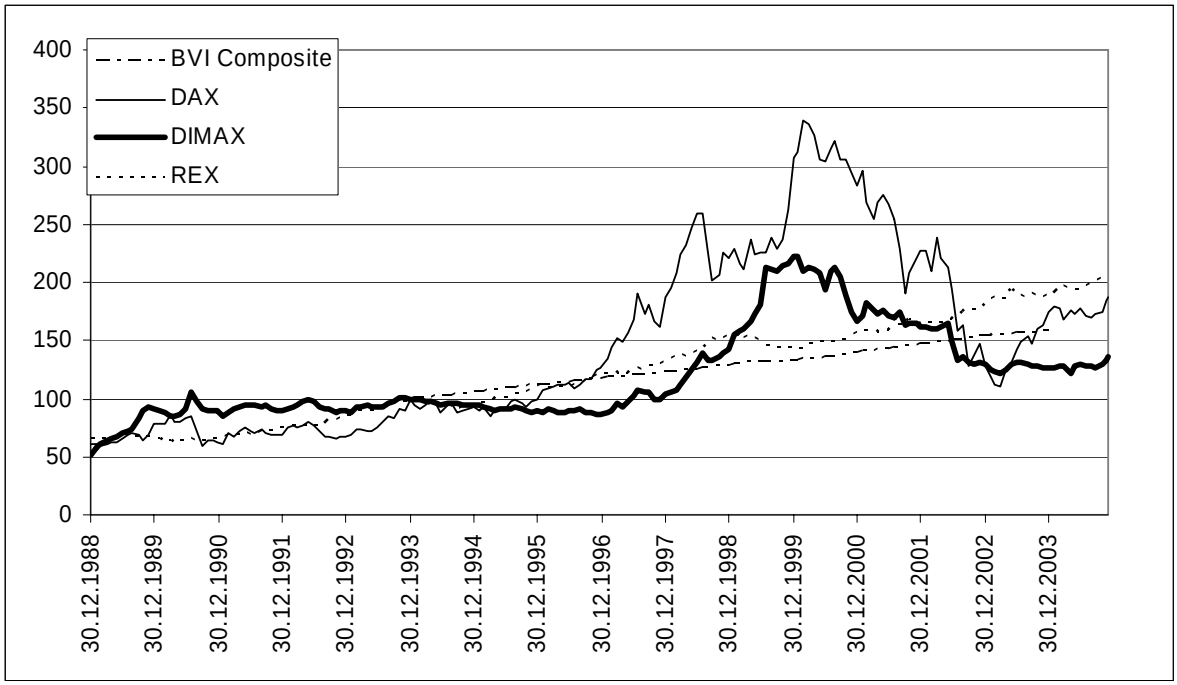
Betrachtet man die längerfristigen Beziehungen zwischen den Zeitreihen im Rahmen von Kointegrationsanalysen, so ist lediglich eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen dem BVI-Composite-Index einerseits und der Entwicklung des Verbraucherpreisniveaus festzustellen.[113] Die Immobilienaktien des DIMAX sind dagegen nicht mit dem allgemeinen Aktienmarkt kointegriert.

Zusammenfassend zeigt die Analyse recht deutlich, dass eine Anlageklasse, deren Rendite-Risiko-Profil den REITs insbesondere in den USA, Kanada und Australien entspricht, im deutschen Markt nicht vorhanden ist. Die hier notierten Immobilien-AGs stellen aus performanceorientierter Sicht keine Anlagealternative zu Offenen oder Geschlossenen Immobilienfonds dar, da ihre Performance gegenüber Aktienanlagen und Rentenanlagen zu gering ist und sie darüber hinaus auch keine wesentlichen Diversifikationsvorteile erkennen lassen.

---

[113] Die Teststatistiken für den Rentenmarkt sind ebenfalls signifikant, der Koeffizient für die Kointegrationsgleichung weist aber das falsche Vorzeichen auf, unplausiblerweise werden darüber hinaus zwei Kointegrationsvektoren ausgewiesen.

Abbildung 30: Entwicklung deutscher Anlageformen im Vergleich (Dez. 1993 =100)



Quelle: DID, Ellwanger und Geiger, EcoWin.

Tabelle 44: Performance deutscher Anlageformen im Vergleich

	DAX	DIMAX	REX	BVI Comp.
Durchschnittsrenditen				
1988:12-2004:12	7.3 %	6.2 %	7.4 %	
1993:12-2003:12	5.8 %	2.3 %	6.6 %	4.7 %
Standardabweichung				
1988:12-2004:12	22.2 %	13.3 %	5.4 %	
1993:12-2003:12	23.8 %	12.9 %	5.4 %	0.5 %
Sharpe-Ratio				
1988:12-2004:12	0.1	0.1	0.4	
1993:12-2003:12	0.1	-0.1	0.5	1.8
RAP*				
1988:12-2004:12	5.6 %	5.5 %	7.4 %	
1993:12-2003:12	4.2 %	3.1 %	6.6 %	13.6 %

Quelle: EcoWin, DID, Ellwanger & Geiger, ZEW-Berechnungen, *REX als Bezugsgröße

Tabelle 45: Korrelationen deutscher Anlageformen

		1988:12-2004:12			
		BVI	DAX	DIMAX	REX
1993:12-2003:12	BVI Comp.	1	-	-	-
	DAX	0.01	1	0.36	0.09
	Dimax	-0.23	0.41	1	-0.05
	REX	0.51	-0.08	-0.14	1

Quelle: ZEW-Berechnungen.

Tabelle 46: Ergebnisse der Einheitswurzeltests

	ADF Niveau	ADF 1. Dfiff.	PP Niveau	PP 1. Diff.
DIMAX	-2.086	-.2.80**	-2.587*	-10.86574***
DAX	-1.308	-5.485***	-1.327	-13..04***
REX	-0.251	-5.320***	-0.063	-13.527***
BVI Comp.	-1.983	-3.523***	-2.139	-9.126***
CPI	-.2489	-1.974	-4.347***	-12.586***

Quelle: ZEW-Berechnungen. */ **/*** Signifikanzniveau >90/95/99 %

Tabelle 47: Kointegration DIMAX 1989 - 2004

	Anzahl Koin-tegrationbez.	Trace-Stat.	Signifikanz	Max. Eigenv.	Signifikanz
DAX	0	10.960	0.2140	9.170	0.272
BONDS	0	9.447	0.326	9.445	0.2510
CPI	0	20.052	0.0096	14.264	0.0134

Quelle: ZEW-Berechnungen.

Tabelle 48: Kointegration BVI-Composite. 1994 - 2003

	Anzahl K.bez.	Trace-Stat.	Signifikanz	Max. Eigenv.	Signifikanz
DAX	0	8.092	0.456	7.050	0.4832
REX	0	19.927	0.01	14.736	0.042
	1	5.191	0.023	5.191	0.023
CPI	0	15.467	0.051	10.020	0.211
	1	5.447	0.020	5.447	0.020
DIMAX	0	9.880	0.2901	9.170	0.272

Quelle: ZEW-Berechnungen.

C.V Fazit: Vor- und Nachteile von REITs gegenüber etablierten Anlageformen im deutschen Immobilienmarkt

C.V.1 Gegenüberstellung der REITs mit den Immobilien-AGs

Obwohl die bestehenden Immobilien-AGs auf den ersten Blick den börsennotierten REITs entsprechen, beschränken sich die tatsächlichen Gemeinsamkeiten auf den nominellen Immobilienbezug (bei Immobilien AGs im weitesten Sinne), die Börsennotierung und i.d.R. die Flexibilität bei der Fremdfinanzierung. Die bestehenden Immobilien-AGs weisen vor allem folgende Probleme auf:

- uneinheitliches Aktiensegment/keine Standardisierung,
- überwiegend keine klare Ausrichtung auf Immobilieninvestments mit „institutional grade“; statt dessen oft zweit- und drittklassige Bestände oder veraltete nicht mehr betriebsnotwendige Unternehmensimmobilien,
- teilweise immobilienfremde Aktivitäten,
- beschränkte steuerliche Transparenz,
- vergleichsweise niedrige Ausschüttung,
- eingeschränkte Fungibilität (unzureichende Marktkapitalisierung in Verbindung mit einem geringen Streubesitz),
- geringe Rechnungslegungs- und Markttransparenz,
- kaum Akzeptanz bei institutionellen Anlegern,
- überwiegend Aktienbewertung mit Abschlag, d.h. unter „Net Asset Value“.

Die vorgenannten Gründe dürften ausschlaggebend für die auf schwachem Niveau stagnierende Marktentwicklung sein. Den Immobilien-AGs fehlt ein Alleinstellungsmerkmal.

C.V.2 Gegenüberstellung der REITS mit den Geschlossenen Immobilienfonds

Die Geschlossenen Immobilienfonds entsprechen weitgehend den US-amerikanischen Limited Partnerships. Die Unterschiede zu den US-REITs bestehen im Wesentlichen in den folgenden Bereichen:

- uneinheitliches Produktsegment/ keine Standardisierung,
- überwiegend Ausrichtung auf Einzelobjekte,
- dadurch geringe Investitionsvolumina,
- vergleichsweise niedrige Ausschüttung,

- Zweitmarktproblem: eingeschränkte Fungibilität (unzureichende Marktkapitalisierung in Verbindung mit einem geringen Streubesitz),
- geringe Rechnungslegungs- und Markttransparenz,
- Anteilswertermittlung unüblich.

Gemeinsamkeiten ergeben sich - mit Ausnahme der steuerlichen Behandlung - vor allem zwischen den nicht-börsennotierten REITs und großen Geschlossenen Immobilienfonds, die für institutionelle Anleger themenorientiert in ein Immobilienportfolio investieren.

C.V.3 Gegenüberstellung der REITs mit den Offenen Immobilienfonds

Obwohl sich die Offenen Immobilienfonds und die REITs im Hinblick auf ihre Funktion als Immobilieninvestmentfonds ähneln, ergeben sich konstruktionsbedingt erhebliche Unterschiede:

Die Gemeinsamkeiten zwischen den Offenen Immobilienfonds und den REITs bestehen im steuerlichen Sonderstatus und der Funktion als Kapitalsammelstelle für Immobilieninvestments. Die Unterschiede resultieren aus der Offenen Fondskonstruktion und der damit verbundenen Rückgabeproblematik. Aus Investorensicht weisen die Publikumsfonds folgende Probleme auf:

- relativ hoher Liquiditätsanteil,
- eingeschränkte Fremdfinanzierung,
- eingeschränkte Spezialisierungsmöglichkeit (Performancestabilisierung durch Diversifikation),
- tendenzielle Marktpreisglättung durch die Bewertungspraktiken,
- Rückgabeproblematik (keine Fristenkongruenz),
- relativ hohe Transaktionskosten in Form von Ausgabeaufschlägen.

Außerdem ist darauf hinzuweisen, dass sich die Performance von Offenen Immobilienfonds nicht nur über die Immobilienanlagen, sondern auch zu einem großen Anteil über die der liquiden Mittel ergibt. Bei Publikumsfonds handelt es sich somit faktisch um gemischte Fonds mit Teilportfolios im Immobilien-, Renten- und Geldmarktsektor.

Bei Immobilien-Spezialfonds dominiert wegen des geringeren Liquiditätspolsters die Immobilien-Performance. Diese sind nicht-börsennotierten REITs sehr ähnlich und unterscheiden sich vor allem durch den Zwang zum externen Management und die umfangreichen Anlagerestriktionen. Aus Sicht inländischer institutioneller Anleger grenzen sich offene Spezialfonds von nicht-börsennotierten REITs damit hinsichtlich ihrer Anlagemöglichkeiten und üblicherweise auch höherer Kosten ab. Vor allem aber bieten nicht-börsennotierte

REITs die Möglichkeit eines späteren Börsengangs, während die Spezialfonds konstruktionsbedingt nicht börsennotierfähig sind. Die Spezialfonds können somit nicht als Ersatz von nicht-börsennotierte REITs gesehen werden, deren Attraktivität gerade auch darin begründet liegt, in einem günstigen Umfeld, an die Börse gehen zu können zu können oder diese mit bereits notierten REITs zu verschmelzen.

Für ausländische Anleger mindern – neben diesen Nachteilen – der geringe Bekanntheitsgrad des deutschen Investmentrechts und die steuerliche Behandlung der Erträge von deutschen Immobilien-Spezialfonds als Erträge aus Vermietung und Verpachtung (siehe auch Abschnitt D.II.3.1.2.2) die Attraktivität dieser Anlageform. Dies spiegelt sich in einer geringen Produktakzeptanz bei ausländischen Anlegern wider; so weist die Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank für Januar 2005 eine Beteiligungsquote ausländischer Anleger von rd. 7 % am Gesamtvermögen der Immobilien-Spezialfonds aus.

C.VI Fazit: Positionierung eines deutschen REIT Pendants aus Anlegersicht

Ein REIT-Pendant wird nur dann vom Markt angenommen werden und langfristig erfolgreich sein, wenn es die Bedürfnisse einer bestimmten Anlegerzielgruppe optimal erfüllen kann. Ausgehend von dieser These werden nachfolgend die Anlegerzielgruppen der etablierten Produkte der Zielgruppe eines potentiellen REIT-Pendants gegenübergestellt.

- **Anlegerzielgruppe der Immobilien-AGs**

Das Anlegerpublikum der Immobilien-AGs setzt sich aufgrund des Nischencharakters vor allem aus Altaktionären (oft noch der Vorgängergesellschaften mit anderem Geschäftszweck), Immobilienunternehmern und chancenorientierten Privatanlegern zusammen. Die tendenziell schlechte Handelbarkeit in Verbindung mit den anderen konzeptionellen Nachteilen ist vor allem für institutionelle Anleger problematisch. Eine Besserung des Status Quo im Sinne einer verbesserten Produktakzeptanz war bisher nicht möglich und ist nicht absehbar.

- **Anlegerzielgruppe der Geschlossenen Immobilienfonds**

Auch wenn der Geschlossene Immobilienfonds zu Zeiten der Sonder-AfA wohl seinen Zenit überschritten hat, eignet er sich ideal für gezielte Investments in bestimmte Objekte oder Portfolios. Erforderlich für eine effiziente Fondsstruktur ist jedoch eine überschaubare und langfristig ausgerichtete Anlegerschaft, die auf Handelbarkeit der Anteile keinen besonderen Wert legt. Der Paradigmenwechsel von der Steuerorientierung hin zur Renditeorientierung in Verbindung mit einem begrenzten Zeithorizont der Immobilienanlage erscheint unumkehrbar. Insofern dürfte sich der Geschlossene Fonds weiterhin als Anlagemedium renditeorientierter privater und institutioneller Investoren behaupten.

- **Anlegerzielgruppe der Offenen Immobilienfonds**

Der avisierte Anlegerkreis lässt sich sowohl bei Publikums- als auch bei Spezialfonds eingrenzen: Die Publikumsfonds sind wegen der offenen Konstruktion und des damit verbundenen Rückgaberechts durch eine breite Diversifikation, erhebliche Liquiditätspolster und geringe Fremdfinanzierungsgrade charakterisiert. Die bewertungsinduzierte Marktpreisglättung stabilisiert tendenziell die Mittelzu- und -abflüsse. Die Anlegerzielgruppe setzt sich primär aus langfristig orientierten risikoaversen und renditeorientierten Kleinanlegern zusammen; andere Zielgruppen können wegen der Spezialisierungs- und Bewertungsproblematik nicht angesprochen werden.

Die Ausgestaltung als Spezialitätenfonds ist praktisch nur in Form von Immobilien-Spezialfonds möglich, bei denen wegen der limitierten Anlegerzahl die Bewertungs- und Fungibilitätsproblematik nicht so kritisch ist. Deren Anlegerpotential ist in Folge des (wegen der Mischungsvorschriften) hohen Mindestanlagevolumens primär auf größere institutionelle Anleger beschränkt, bei denen Fungibilität bislang keine Priorität hat.

- **Anlegerzielgruppe eines REIT-Pendants**

Die Vorteilhaftigkeit des REIT Konzepts basiert auf der Kombination mehrerer Wettbewerbsvorteile. Die Portfolios zeichnen sich nicht nur durch Größe und gezielte strategische Ausrichtung sowie eine hohe laufende Ausschüttung aus, sondern weisen einen deutlichen Mehrwert durch das aktive Management auf. Bei internem Management stellt sich die Principal Agent Problematik in geringerem Maße. Die Option, einen Börsengang oder Zusammenschlüsse mit anderen Fonds durchführen zu können, ist strategisch sehr positiv zu werten. Im Falle einer Börsennotierung ergibt sich eine breite Streuung und ein Pricing zu nachvollziehbaren Marktwerten. Die Transaktionskosten sind relativ gering. Dadurch können renditeorientierte Anleger angesprochen werden, die zu günstigen Transaktionskosten und mit hoher Liquidität gezielt in bestimmte Immobilienmarktsegmente investieren wollen. Neben den privaten und institutionellen Anlegern kommen als neue Anlegerkreise auch ausländische Investoren in Frage, da REITs als „international standard“ gelten. Insofern kann die Einführung eines REIT-Pendants eine Marktbelebung bewirken und damit zur Bewältigung der derzeitigen Krise am Anlagemarkt beitragen.

Eine flankierende Einbindung in das InvG und das VAG könnte auch die Beteiligung von Wertpapierfonds und Offenen Immobilienfonds sowie von Versicherungsunternehmen am Aktiensegment eines neu entstehenden REIT-Marktes ermöglichen.

D Best-Practice: Empfehlung für Deutschland

Im Folgenden werden auf der Basis der internationalen Erfahrungen und unter Berücksichtigung der spezifisch deutschen Rahmenbedingungen des Kapital- und Immobilienmarktes Empfehlungen zur Ausgestaltung eines REIT-Pendants für Deutschland gegeben. Die Empfehlungen greifen erfolgreiche Gestaltungsmerkmale in den Vergleichsländern auf und zeigen internationale Standards auf, deren Einhaltung insbesondere auch für die Akzeptanz eines deutschen REIT-Pendants im Ausland wichtig ist. Alle im Folgenden genannten quantitativen Werte haben beispielhaften Charakter und orientieren sich zumeist an den international üblichen Sätzen.

D.I Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

D.I.1 Rechtsformwahl

<u>Empfehlung:</u> Aktiengesellschaft (AG) mit Sonderregelungen zur Sicherung der Steuertransparenz (rein steuerlicher Status bei Erfüllung der qualifizierenden Strukturmerkmale)

Internationale Praxis: International haben REITs keine einheitliche Rechtsform. So besteht in den USA die Möglichkeit, einen REIT in der Rechtsform als Trust oder Kapitalgesellschaft aufzulegen. Die Rechtsform als Kapitalgesellschaft setzt sich dort zunehmend durch. In den Niederlanden und in Frankreich haben REITs die Rechtsform einer beschränkt haftenden Kapitalgesellschaft.

Dagegen müssen sich REITs in Japan als Asset-Management-Unternehmen lizenzieren lassen. In Australien und Kanada haben REITs den Status eines Unit Trust, in Belgien den eines Investmentfonds.

Empfehlung für Deutschland: Wenngleich das internationale Umfeld durch eine Vielfalt von Gesellschaftsformen geprägt ist, empfiehlt es sich für Deutschland, die Rechtsform der Aktiengesellschaft für ein REIT-Konstrukt vorzuziehen. So ist einerseits gewährleistet, dass sich REITs in Deutschland von Offenen Immobilienfonds schon durch die Gesetzesgrundlage abgrenzen und als alternatives Kapitalmarktprodukt verstanden werden. Wäre dies nicht der Fall, bestünde die Gefahr, dass REITs in Deutschland schon durch die gemeinsame Gesetzesgrundlage als Substitut für Offene Immobilien-Publikums- und Spezialfonds angesehen werden könnten. Um den REIT-Markt zu etablieren und den deutschen Immobilienmarkt durch neue Teilnehmer zu erweitern, könnten sich zudem die Zulassungsvoraussetzungen durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als Eintritts-

hemmnis erweisen. Außerdem ist eine weitere Zielsetzung der Einführung von REITs in Deutschland, dem Anlagemarkt frische Liquidität zuzuführen und so zu einer Marktbelebung beizutragen. Bislang fehlt dem deutschen Immobilieninvestmentmarkt jedoch ein für Ausländer attraktives Anlageprodukt, da sich gezeigt hat, dass die umfangreiche Regulierung Offener Immobilienfonds im InvG für ausländische Anleger nur begrenzt zweckmäßig und verständlich ist.

Da REIT-Anteile in Form von Aktien einfach im börslichen oder außerbörslichen Handel übertragbar wären, ist eine wichtige Grundvoraussetzung für einen liquiden Markt mit effizienter Anteilspreisermittlung gewährleistet. Zudem finden durch den Rechtsmantel der Aktiengesellschaft die Sicherungsmechanismen des Aktiengesetzes, das Testat des Wirtschaftsprüfers Anwendung sowie ggf. die Börsenaufsicht. Da keine jederzeitige Rücknahmeverpflichtung zu erfüllen wäre, besteht auch keine Notwendigkeit, REITs ähnlich wie offene Immobilienfonds aufsichtsrechtlich restriktiv zu regulieren. REITs könnten – von den Vorschriften zur Erlangung des steuertransparenten Status abgesehen – grundsätzlich so reguliert sein wie andere Aktiengesellschaften auch.

D.I.2 Mindestkapital

Empfehlung: 2,5 Millionen Euro nominelles Eigenkapital

Internationale Praxis: In den meisten REIT-Regimes existieren Anforderungen an das Mindestkapital, um den REIT-Status zu erlangen. Dadurch soll gewährleistet werden, dass aus Effizienzgründen nur kapitalmarktfähige größere Immobilienportfolios den steuertransparenten Status erlangen können. Eine solche Regelung könnte sich auch für Deutschland als sinnvoll erweisen, zumal eine gewisse Mindestkapitalisierung die Wahrscheinlichkeit eines späteren Börsenganges erhöht. Damit der REIT-Status bei börsennotierten REITs jedoch nicht von der Eigenkapitalbewertung an der Börse abhängig ist, sollte sich die Mindestkapitalanforderung nicht am Marktwert des Eigenkapitals orientieren. Durch eine Mindestanforderung an das nominelle Eigenkapital wäre der REIT-Status nicht von den Anteilspreisen und eventuellen externen Kapitalmarktschocks abhängig.

Empfehlung für Deutschland: Damit sich keine erheblichen Eintrittsbarrieren für den nichtbörsennotierten REIT-Markt ergeben, sollte die Mindestanforderung an das nominelle Eigenkapital nicht zu hoch sein. Zudem sollten REITs den Offenen Immobilienfonds gegenüber nicht benachteiligt sein. Aus diesen Gründen erscheint eine Mindestkapitalanforderung wie bei den Immobilien-KAGs in Höhe von 2,5 Millionen Euro als adäquate Größenordnung.

D.I.3 Börsennotierung

<u>Empfehlung:</u> Nicht obligatorisch

Internationale Praxis: In den USA, Kanada, Australien, Japan und den Niederlanden ist die Börsennotierung nicht obligatorisch. In Belgien und Frankreich ist die Börsennotierung für den REIT-Status erforderlich. Diese beiden Länder zeichneten sich jedoch bereits vor der Einführung von REITs im Jahr 1990 bzw. 2003 dadurch aus, dass der Immobilienanlagemarkt von börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften dominiert wurde und somit der Zwang zur Börsennotierung für weitere Marktteilnehmer eine Eintrittsbarriere darstellt. Die Zielsetzung der Einführung von steuertransparenten Vehikeln in diesen Ländern bestand im Wesentlichen darin, die inländischen Investoren zu stärken und stille Reserven zu heben und zu besteuern. Insbesondere in Frankreich bestand primärer Regulierungsbedarf für die Umwandlung bereits kapitalmarktorientierter Unternehmen.

Empfehlung für Deutschland: Grundsätzlich ist eine Börsennotierung von deutschen REITs anzustreben, da ein liquider öffentlicher Handel der REIT-Anteile am ehesten Transparenz, effiziente Bewertung und hohe Fungibilität gewährleistet. Zu berücksichtigen ist aber, dass der deutsche Immobilienanlagemarkt sich wesentlich von den im internationalen Vergleich betrachteten Immobilienanlagemärkten unterscheidet. Immobilien-AGs haben nur eine untergeordnete Bedeutung im Vergleich zu Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds. Außerdem zeichnet sich Deutschland durch eine im internationalen Vergleich sehr hohe Eigennutzerquote bei Unternehmen aus. Der Investmentmarkt für Unternehmensimmobilien ist daher weniger entwickelt. Die Kapitalmarktfähigkeit der Immobilienbestände muss in Deutschland erst durch Portfoliorestrukturierung bzw. den Aufbau eines kapitalmarktfähigen Immobilienportfolios hergestellt werden. Gegen eine verpflichtende Börsennotierung spricht weiterhin, dass das für ein funktionierendes Börsensegment zwingend notwendige Umfeld – z.B. Analysten, Investmentbanken, Presse und Berater mit Spezialwissen im Immobilieninvestmentbereich – in Deutschland gegenwärtig noch nicht in ausreichendem Maße vorhanden ist. Aus diesen Gründen benötigt die Entwicklung eines börsenfähigen REIT-Segments in Deutschland Zeit. Es wird daher als erforderlich angesehen, dass REITs auch als nicht-börsennotierte Immobilienanlagevehikel gegründet werden können. Außerdem ist für einen erfolgreichen Börsengang die Managementkompetenz, die durch den Erfolg in der Vergangenheit (track record) unter Beweis gestellt wurde, wichtig, d.h. auch diesbezüglich ist ein gewisser zeitlicher Vorlauf erforderlich.

Grundsätzlich könnte eine Befristung des privaten REIT-Status für einen bestimmten Zeitraum, in dem ein REIT an die Börse gehen soll, in Erwägung gezogen werden. Eine solche Befristung würde theoretisch eine Börsennotierung zu forcieren, sie könnte aber auch ab-

schreckend auf potenzielle REIT-Gründer wirken. Eine obligatorische Börsennotierung nach einem bspw. auf 4 Jahre befristeten Mindestzeitraum wäre für die Entwicklung des Marktes u.E. hinderlich, da zum Zeitpunkt der REIT-Gründung Unsicherheit dahingehend bestünde, ob innerhalb der Frist überhaupt ein kapitalmarktfähiger REIT mit einem qualitativ hochwertigen Bestandsvermögen strukturiert werden kann und ein aufnahmefähiges Börsenumfeld existiert. Als kapitalmarktfähig kann eine nach dem Börsengang zu erwartende Marktkapitalisierung von mindestens 500 Millionen Euro angesehen werden.

Sofern diese Börsennotierungsfrist nicht eingehalten werden könnte, entstünden durch rückwirkende Aberkennung des REIT-Status unkalkulierbare Risiken für die REIT-Gründer. Das Risiko eines ungünstigen Börsenklimas oder eines schwachen Immobilienmarkts während der Frist bis zum obligatorischen Börsengang würde den Erwartungswert der Auflösung stiller Reserven und des freigesetzten Kapitals für Reinvestitionen in das Kerngeschäft verringern. Die Erfahrungen in den USA haben darüber hinaus gezeigt, dass bei attraktiven REIT-Preisen erfahrungsgemäß Börsengänge oder Kapitalerhöhungen von REITs ausgelöst werden, da die Immobilieninvestoren einen attraktiven Exit umsetzen und/oder günstig Eigenkapital aufnehmen können.

Dieser Mechanismus ist für einen funktionierenden REIT-Markt eminent wichtig, da die Mittelzuflüsse in den Sektor maßgeblich aus der Markteinschätzung – reflektiert durch die REIT-Kurse – resultieren. Gerade in dieser deutlich effizienteren Kapitalallokation in den Immobilienmarkt liegt ein weiterer fundamentaler Unterschied zum deutschen Offenen Immobilien-Publikumsfonds, dessen Mittelzuflüsse sich vor allem in den letzten Jahren von der Immobilienmarktentwicklung weitgehend abgekoppelt haben und eher durch die Renditeaussichten bei Aktien und Renten sowie die Geldmarktzinsniveaus bestimmt wurden. Ein Zwang zur Börsennotierung bei deutschen REITs – auch innerhalb eines gewissen Zeitfensters – würde diesen Mechanismus aushebeln und früher oder später zu ungewollten Börsengängen mit ungünstigem Timing führen, die vermutlich das Image der Produktklasse REITs nachhaltig schädigen würden.

Außerdem sollte dem Management bzw. den Anteilseignern eines REIT jederzeit die Möglichkeit eines Going Private offen stehen, ohne den steuerlich transparenten Status aufgeben zu müssen. Diese Situation könnte eintreten, wenn sich die Bewertung am Aktienmarkt längerfristig als zu gering erweist und den Präferenzen der Anleger, in eine liquide Form der indirekten, wertstabilen Immobilienanlage zu investieren, nicht mehr entspricht.

Die Börsennotierung sollte daher kein qualifizierendes Strukturmerkmal für den REIT-Status darstellen. Die Expansion des Marktes und die Anlegerpräferenz nach Liquidität werden mit zunehmendem Reifegrad des Marktes voraussichtlich zwangsläufig zu einer Vergrößerung des REIT-Börsensegmentes führen. Die Transparenz auch nicht-börsennotierter

REITs sollte durch die unter Punkt D.I.10 erörterten Publizitätsvorschriften sicher gestellt werden.

D.I.4 Eigentümerstruktur und Streubesitz

Internationale Praxis (Förderung der Kleinanleger): Ursprüngliche Intention von Streubesitzkriterien und Höchstbeteiligungsquoten für REITs in den USA war es, ein indirektes Anlageinstrument im Immobilienmarkt, das sich auch für Kleinanleger eignet, zu schaffen. Es zeigte sich allerdings, dass die Kriterien für bestimmte Investoren (Pensionsfonds) ein Markteintrittshemmnis darstellten: Erst nach Erleichterungen für diese wichtige Anlegergruppe konnte sich ein dynamischer Markt entwickeln, in dem institutionelle Investoren heute die dominierende Anlegergruppe darstellen. In anderen erfolgreichen Märkten wurde a priori auf rigide Streubesitzkriterien verzichtet: In Australien – einem sehr erfolgreichen REIT-Markt, der gerade auch für die private Altersvorsorge von Kleinanlegern eine wichtige Rolle spielt – existieren keine Streubesitzkriterien. In Kanada, einem ebenfalls erfolgreichen Markt, ist lediglich eine Mindestzahl von Anteilseignern, aber keine Höchstbeteiligungsquote vorgeschrieben. Im Gegensatz dazu bestehen in den Niederlanden – einem im internationalen Vergleich eher wenig entwickelten REIT-Markt – explizite Höchstbeteiligungsquoten von 25 %.

Empfehlung für Deutschland: Streubesitzkriterien bzw. Maximalbeteiligungsquoten je Anleger an einem REIT sind aus ökonomischer Sicht in mehrfacher Hinsicht relevant:

- *Problematik des Pooling von Investoren:* Unter dem Gesichtspunkt der Attraktivität für institutionelle Investoren sind rigide Streubesitzkriterien negativ zu beurteilen. Eine gesetzlich fixierte Maximalbeteiligung von z.B. weniger als 10 % würde bspw. einen Anlegerkreis von mindestens 11 Investoren mit jeweils – gemessen an institutionellen Portfolios u.U. kleinen Beteiligungsvolumina – erfordern, die sich neben den diversen Managementfragen insbesondere über die Einbringung der Objekte (Wertansätze, Finanzierungen etc.) zu einigen hätten. Dies dürfte die Realisierung von REITs insbesondere in der Anfangsphase des Marktes in der Praxis erheblich erschweren. Diese Problematik betrifft ebenso die anderen wichtigen Anlegergruppen, insbesondere Corporates und Wohnungsgesellschaften.
- *Corporate Governance:* Ökonomische Konsequenzen haben Streubesitzkriterien darüber hinaus hinsichtlich der Corporate Governance. Unter diesem Gesichtspunkt sind rigide Streubesitzkriterien ambivalent zu beurteilen: Einerseits vermeiden sie ggf. einen beherrschenden Einfluss eines oder weniger Aktionäre, andererseits schaffen sie erweiterte, nicht immer im Interesse der Anleger genutzte Handlungsspielräume für das Management und stellen einen Übernahmeschutz dar.

- *Eventuelle Konflikte mit strategischen Zielen:* Die Neugründung von zunächst privaten REITs wird voraussichtlich überwiegend durch große institutionelle Investoren und Industrieunternehmen erfolgen, die Teile ihrer Immobilienportfolios auf diesem Wege veräußern wollen. Auch bei der Privatisierung von Wohnungsgesellschaften dürften Streubesitzvorschriften sehr problematisch sein, da die Altgesellschafter eventuell noch maßgeblich beteiligt bleiben wollen, um Einfluss auf den REIT nehmen zu können. Zudem wären Fusionen und Übernahmen zur Stärkung der Wettbewerbsposition und der Generierung von Skalenerträgen eventuell nicht ohne den (vorübergehenden) Verlust des steuertransparenten Status möglich.
- *Unsicherheit des REIT-Status:* Sofern die Beteiligungsstruktur durch die Gesellschaft nicht wirksam kontrolliert werden kann, bestünde ständige Unsicherheit bezüglich einer möglichen rückwirkenden Aberkennung des Status bei Bekanntwerden von Verstößen.
- *Transaktionskosten einer Rückabwicklung von Anteilskäufen:* Wenn ausreichende Kontrollmöglichkeiten der Gesellschaft bestehen, muss bei Verstoß gegen ein Streubesitzkriterien eine kostenträchtige Rückabwicklung von Anteilskäufen eingeleitet werden.

Zusammenfassend sind aus ökonomischer Sicht rigide Anforderungen an den Streubesitz im aktuellen deutschen Aktien- und Immobilienmarktumfeld als wesentliches Hemmnis für die Marktentwicklung einzuschätzen. Auch das Einhalten eines Free-Float-Kriteriums sollte nicht konstitutiv für deutsche REITs sein: Ein erfolgreicher Börsengang eines REITs setzt zwar voraus, dass genügend Anteile am Markt platziert werden können. Allerdings bestehen für börsennotierte Unternehmen ausreichende Anreize zur Generierung hoher Free Float-Quoten. Dies ist insbesondere der Fall, weil die Gewichtung und/oder die Berücksichtigung in vielen Aktienindizes (Indizes der Deutschen Börse, Indizes der European Public Real Estate Association (EPRA)) an die Free Float-Kapitalisierung gebunden ist. Eine Free Float-Anforderung muss daher kein qualifizierendes Strukturmerkmal für börsennotierte REITs sein.

Aus den genannten Gründen ist eine REIT-Konstruktion ohne rigide Streubesitzanforderungen zu empfehlen. Zu berücksichtigen sind allerdings auch fiskalische Aspekte: Die Anteilseignerstruktur eines REIT hat steuerliche Konsequenzen insbesondere hinsichtlich der Behandlung ausländischer Investoren, für die ggf. die EU-Mutter-Tochter-Richtlinie (MTR) und die Quellensteuerreduzierung in Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) greifen. Dies bedeutet, dass dem Fiskus bei Anwendbarkeit der MTR und der DBA Steuerausfälle entstehen könnten, da die Quellenbesteuerung im Inland nicht gesichert werden kann, wie dies üblicherweise bei Einkünften aus Vermietung und Verpachtung möglich ist. Diese steuerliche Argumentation wird ausführlich in Abschnitt D.II vertieft.

D.I.5 Management

<u>Empfehlung:</u> Kein Regulierungsbedarf, da die vorgeschlagene Rechtsform als Aktiengesellschaft internes Management impliziert

Internationale Praxis: Sowohl in den USA als auch in Kanada war im Zeitablauf – wegen auftretender Interessenkonflikte und zu hoher Kosten – eine Abkehr von externen Managementstrukturen zu beobachten. Mit Ausnahme von Australien und Japan besteht in allen betrachteten REIT-Regimes mittlerweile Wahlfreiheit zwischen internem und externem Management. In Australien konnten Interessenkonflikte durch die sog. „Stapled Structure" gelöst werden, deren Anreizmechanismen einem internen Management nahe kommen. Als gegensätzliches Beispiel ist lediglich Japan zu nennen. Hier ergibt sich die Vorschrift zum externen Management daraus, dass der REIT lediglich in Immobilien investieren darf und daher das Management der Immobilieninvestments als zusätzliche Wertschöpfung extern erbracht werden muss.

Empfehlung für Deutschland: Vor dem Hintergrund dieser internationalen Erfahrungen mit REIT-Managementstrukturen ist das der Aktiengesellschaft implizite Modell eines internen Managements zu befürworten. Dies bedeutet aber nicht, dass das operative Management der Immobilien (z.B. Hausverwaltung oder andere sekundäre Tätigkeiten) nicht an externe Parteien ausgelagert werden könnte.

D.I.6 Einkommens- und Anlagevorschriften

<u>Empfehlung:</u> Ertragskriterien in Anlehnung an die Praxis in den USA bei gleichzeitigem Verzicht auf Vermögensstrukturkriterien

Internationale Praxis: In allen Ländern bestehen Restriktionen für REITs hinsichtlich der Struktur ihrer Einkünfte und/oder Vermögensanlagen. Dabei sind REITs stets als primär passives Immobilieninvestmentvehikel strukturiert, d.h. dass die Einkünfte größtenteils aus Vermietung und Verpachtung sowie aus Veräußerungsgewinnen von Immobilien stammen und dass das Vermögen größtenteils aus Immobilien, Immobilienbeteiligungen oder Anteilen an qualifizierten Immobiliengesellschaftsanteilen besteht.

Empfehlung für Deutschland: Grundsätzlich sollten REITs keinen Einschränkungen hinsichtlich ihrer Anlagemöglichkeiten unterliegen. Sowohl die Direktanlage als auch die Beteiligung an Grundstücksgesellschaften, die Vergabe von Darlehen und Erbbaurechten als auch die Beteiligung an Entwicklungsprojekten sollte möglich sein. Reguliert werden sollten die Aktivitäten ausschließlich über Ertragskriterien, dies stellt die transparenteste und zudem einfachste Regulierungsmöglichkeit dar. Damit fände zudem eine weitere Abgrenzung zu den Offenen Immobilienfonds statt. Anhand der Ertragskriterien werden Vermögensbe-

schränkungen jedoch implizit umgesetzt, da die Erträge letztlich durch die Vermögensstruktur determiniert werden. Über hinreichend restriktive Ertragskriterien können risikoreiche Aktivitäten ausgeschlossen werden, wodurch die risikoadjustierten Kapitalkosten minimiert werden. Die Performance der REITs sollte grundsätzlich die Performance von professionell gemanagten Immobiliendirektanlagen abbilden. Daher sollen die Erträge des REIT primär durch Immobilienanlagen generiert werden.

Allerdings sollte es auch möglich sein, einen begrenzten Teil der Einkünfte aus nicht-qualifizierenden Aktivitäten wie durch Handelsgeschäfte mit Immobilien zu generieren, um das Immobilienportfolio zu optimieren und in eingeschränktem Maße Projektentwicklung für Dritte betreiben zu können. In dieser Hinsicht unterscheiden sich REITs z.B. von Immobilien-Publikumfonds und Immobilien-Spezialfonds, dieser Unterschied rechtfertigt und erfordert aus steuersystematischer Sicht eine von der Besteuerung von Spezialfonds abweichende Besteuerung der Erträge aus diesen Aktivitäten auf Gesellschaftsebene. Dementsprechend sollten Projektentwicklungsaktivitäten und sonstige gewerbliche auf Immobilien bezogene Tätigkeiten der herkömmlichen Besteuerung unterliegen (siehe dazu im Detail D.II.3.1.1).

Damit die Anwendung der EU-Mutter-Tochter-Richtlinie ausgeschlossen werden kann, sollte der REIT ggf. vollständig von der Besteuerung befreit werden. In diesem Fall sollten die nicht-qualifizierenden Tätigkeiten ausschließlich durch steuerpflichtige Tochtergesellschaften durchgeführt werden. [114] Folgende Kriterien erscheinen sinnvoll:

(1) Mindestens 75-85 % der Erträge sollten aus Mieteinnahmen, Veräußerungsgewinnen von Immobilien mit einer Haltedauer länger als 4 Jahre und Einnahmen aus Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, die ebenfalls die Ertragskriterien erfüllen, stammen (qualifizierende Erträge).

(2) Mindestens 95 % der Erträge sollten aus den unter (1) genannten Erträgen zzgl. Veräußerungsgewinnen von Immobilien mit einer Haltedauer unter 4 Jahren, Dividenden aus steuerpflichtigen Tochtergesellschaften (bspw. Aktivitäten im Bereich Projektentwicklung oder gewerbliche Immobilienbewirtschaftung), sonstigen Dividenden und Zinsen stammen.

---

[114] Siehe dazu auch die Ausführungen in Abschnitt D.II.3.1.2.2.

D.I.7 Fremdkapitaleinsatz

<u>Empfehlung:</u> Keine Restriktion

Internationale Praxis: In den meisten REIT-Regimes ist der Einsatz von Fremdkapital nicht begrenzt. Sofern Grenzen bestehen, liegt der tatsächliche Fremdkapitaleinsatz zumeist deutlich unter dem zulässigen Rahmen. Dies ist insbesondere darin begründet, dass der exzessive Einsatz von Fremdkapital (1) das Insolvenzrisiko des REIT erhöht und (2) der Marktwert des REITs zunehmend mit von der Zinsentwicklung beeinflusst. Der maßvolle Einsatz von Fremdkapital ist hingegen sinnvoll, da der REIT voraussichtlich Fremdkapital zu günstigeren Konditionen aufnehmen kann als die Anteilseigner, wodurch sich vor allem in Niedrigzinsphasen die durchschnittlichen Kapitalkosten verringern lassen. Zudem lässt sich bei ausländischen Investitionen ein eventuelles Wechselkursrisiko durch die Aufnahme von Fremdkapital in der entsprechenden Fremdwährung eingrenzen.

Empfehlung für Deutschland: Die internationalen Erfahrungen haben gezeigt, dass der Einsatz von Fremdkapital effizient durch den Markt selbst reguliert wird und daher kein weiterer Regulierungsbedarf für ein deutsches REIT Pendant besteht.

D.I.8 Ausschüttungsvorschriften

<u>Empfehlung:</u> Ausschüttungsquote in einer Spanne von 80 bis 90 % bei Abzugsmöglichkeit der Abschreibungen

Internationale Praxis: Alle REIT-Regimes schreiben sehr hohe Ausschüttungsquoten vor. Dabei ist zum einen zwischen den Ausschüttungsbemessungsgrundlagen und zum anderen zwischen qualifizierenden und nicht-qualifizierenden Einkünften zu unterscheiden. Bei den qualifizierenden Einkünften wird zudem zwischen laufenden Einkünften und Veräußerungserlösen unterschieden. Die Ausschüttungsregelungen basieren mit Ausnahme von Kanada in den betrachteten REIT-Regimen auf der steuerlichen Bemessungsgrundlage. Die Mindestausschüttung variiert in den betrachteten Ländern zwischen 80 % in Belgien über 90 % in den USA und Japan bis hin zu 100 % in den Niederlanden. Australische Property Trusts und kanadische Mutual Fund Trusts haben keine Ausschüttungsverpflichtung: Hier sind allerdings allein die ausgeschütteten Einkünfte von der Besteuerung auf Unternehmensebene freigestellt.

In Belgien und den Niederlanden müssen Veräußerungsgewinne nicht ausgeschüttet werden, in Frankreich nur zur Hälfte. Die o.g. Ausschüttungsquote ist in den USA und in Japan dagegen auch auf Veräußerungsgewinne anzuwenden. In Frankreich gilt zudem eine getrennte

Regelung für erhaltene Dividenden aus Tochterunternehmen. Diese müssen innerhalb eines Jahres zu 100 % an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Dadurch wird verhindert, dass die Dividenden von Tochterunternehmen, die ebenfalls den REIT-Status haben, nicht versteuert werden.

Die Berücksichtigung von Verlusten auf Anlegerebene ist in allen Vergleichsländern ausgeschlossen.

In den Vergleichsländern ist der Abzug der steuerlich abzugsfähigen Aufwendungen, insb. der Abschreibungen, zur Ermittlung der Ausschüttungsbemessungsgrundlage durchgängig gestattet. Der Abzug der steuerlich abzugsfähigen Aufwendungen von der Bemessungsgrundlage der Ausschüttungen hat den Vorteil, dass Abschreibungen als Mittel der Innenfinanzierung verwendet werden können und keine zusätzlichen und kostenintensiven Kapitalerhöhungen erforderlich sind. Sie versetzen den REIT in die Lage, Substanzerhaltungsmaßnahmen – entweder auf Objekt- oder auf Portfolioebene – zu finanzieren, ohne hierfür Kapitalerhöhungen durchführen zu müssen. Zur Innenfinanzierung stehen damit die nichtausgeschütteten Erträge, die aber – mit Ausnahme der Niederlande – versteuert werden müssen, und die nicht ausgeschütteten Abschreibungen zur Verfügung. Ein darüber hinausgehender Bedarf an Innenfinanzierung wird regelmässig nicht steuerlich begünstigt und muss im Bedarfsfall über Kapitalerhöhungen befriedigt werden.

Empfehlungen für Deutschland: Laufende Erträge und Veräußerungsgewinne sollten zu einem hohen Prozentsatz ausgeschüttet werden. Es ist zu empfehlen, Abschreibungen von der Bemessungsgrundlage der Ausschüttungen abzusetzen, um einen entsprechenden Innenfinanzierungsspielraum zum Substanzerhalt zu schaffen, der auf Unternehmensebene auch steuerlich begünstigt werden sollte (siehe auch D.II.3.1.1). Sollten Abschreibungen in Deutschland nicht abzugsfähig sein, so müsste die Mindestausschüttungsquote wesentlich niedriger sein, damit das Immobilienvermögen deutscher REITs im Vergleich zu anderen europäischen REITs, zu inländischen Offenen Immobilienfonds (bei denen Abschreibungen als bereits abgeflossene Werbungskosten nicht ausgeschüttet werden müssen) und zur Immobiliendirektanlage keinem größeren Werteverzehr unterliegt bzw. eine Bestandsoptimierung auf Portfolioebene wie in diesen konkurrierenden Anlageformen möglich ist. Aus wettbewerbsorientierter Sicht ist eine Gleichstellung mit diesen Anlageformen sinnvoll.

Grundsätzlich ist eine Regelung mit einer hohen Ausschüttungsquote auf Basis einer Bemessungsgrundlage nach Abzug von Abschreibungen einer niedrigeren Ausschüttungsquote auf Basis einer Bemessungsgrundlage ohne Abschreibungen vorzuziehen. Beide Regelungen könnten zwar weitgehend identisch ausgestaltet werden, so dass in ökonomischer Hinsicht kein wesentlicher Unterschied zwischen den Alternativen bestehen würde. Dem Anle-

ger dürfte aber die Einbehaltung von Erträgen zum Zweck des Substanzerhalts in Form von nicht ausgeschütteten Abschreibungen leichter zu vermitteln sein, als ein diskretionärer, vom REIT-Management grundsätzlich nach eigenem Ermessen nutzbarer Spielraum.

Konkret werden folgende Regelungen vorgeschlagen.

(1) Sowohl qualifizierende als auch nicht qualifizierende Einkünfte (siehe Abschnitt D.I.6) sollen in Anlehnung an das US-amerikanische Modell zu 80-90 % ausgeschüttet werden. Darüber hinaus gehende Erträge können, müssen aber nicht ausgeschüttet werden.

(2) Abschreibungen können, da sie nicht kapitalwirksam sind, ebenfalls ausgeschüttet werden, sie sollten allerdings keiner Ausschüttungsverpflichtung unterliegen. Sie müssten im Fall der Ausschüttung jedoch dem steuerfreien Teil der Dividenden zugerechnet werden (siehe Besteuerung auf Anlegerebene unten).

(3) Die Berücksichtigung von Verlusten auf Anlegerebene sollte ausgeschlossen sein.

D.I.9 Rückgabemodalitäten und Anteilswertermittlung

Empfehlung zu den Rückgabemodalitäten: Keine Rücknahmeverpflichtung

Internationale Praxis: Im internationalen Vergleich sind *börsennotierte* REITs – unabhängig davon ob eine Pflicht zur Börsennotierung besteht – in keinem Regime dazu verpflichtet, die ausgegebenen Anteile zum Stichtagswert zurückzunehmen. Eine Rücknahmeverpflichtung bei nicht börsennotierten REITs besteht ebenfalls nicht bei allen Ländern ohne Pflicht zur Börsennotierung, sondern ausschließlich in Kanada und Australien. In Australien müssen die Anteile bei nicht-börsennotierten Property Trusts jedoch nur alle zwölf Monate zurückgenommen werden. In den Niederlanden und den USA hingegen besteht keine Rücknahmeverpflichtung bei nicht-börsennotierten REITs.

Empfehlung für Deutschland: In Deutschland existiert bereits mit dem Offenen Immobilienfonds ein erfolgreiches nicht-börsennotiertes Anlagevehikel mit Rückgabemöglichkeit, das durch den Regulierungsgrad insbesondere für Kleinanleger attraktiv ist.

Daher erscheint eine Pflicht zur Rücknahme für einen deutschen REIT nicht sinnvoll. Auch nicht-börsennotierte REITs sollten keine Rücknahmeverpflichtung gegenüber den Anteilseignern haben, da sie nur dann ein immobilienspezifisches Rendite-Risiko-Profil aufweisen können, wenn sie keine kurzfristige Liquidierbarkeit der Investitionen sicherstellen müssen. Die Implementierung einer Rücknahmepflicht würde das Rendite-Risiko-Profil von REITs

dem Offener Immobilienfonds stark angleichen und damit den Vorteil der Marktbereicherung um eine neue Assetklasse weitgehend zunichte machen.

Die Fungibilität der Anteile an nicht-börsennotierten REITs kann ggf. dadurch sichergestellt werden, dass REITs, Offene Immobilienfonds und Versicherungsunternehmen ebenfalls in nicht-börsennotierte REITs investieren dürfen. Vorstellbar wäre zudem ein Modell, das börsennotierten REITs ermöglicht, Anteile an nicht-börsennotierten REITs im Rahmen einer Kapitalerhöhung am Kapitalmarkt zu erwerben und dadurch im Rahmen dieser Übernahme nicht-börsennotierte REITs an die Börse zu bringen.

Empfehlung zur Anteilswertermittlung: Keine Verpflichtung

Der Anteilswert ermittelt sich durch die Bewertung der Anteile am Sekundärmarkt. Zudem ist es zumindest bei börsennotierten REITs üblich, dass die fundamentale Bewertung der Anteile über Multiplikatoren der erwarteten Einnahmen, Erträge oder Dividenden vorgenommen wird. Zur Bewertung nicht börsennotierter REITs werden üblicherweise ebenfalls Multiplikatoren von vergleichbaren, am Kapitalmarkt notierten REITs verwendet.

D.I.10 Publizitätspflichten

Die Publizitätspflichten deutscher REITs ergeben sich durch die gesellschaftsrechtlichen Regelungen einer Aktiengesellschaft. Allerdings sollten REITs im Gegensatz zu gewöhnlichen Aktiengesellschaften bei Einführung nach den Grundsätzen der International Financial Reporting Standards (IFRS) und zum Fair Value bilanzieren.

Zusätzlich zu den Bilanzierungsvorschriften nach IFRS und des Gesellschaftsrechts sollten REITs dazu verpflichtet sein, ihre Mieteinnahmen und die Fair Values erst nach Regionen und danach nach Nutzungsarten differenziert auf aggregierter Ebene zu veröffentlichen, ohne dass Rückschlüsse auf die Einzelobjekte möglich sind. Dadurch wird die Bewertung der REIT-Aktien durch Multiplikatoren vereinfacht. Eine weitergehende Transparenz auch von Verkehrswerten, Vermietungsparametern und Leerstandsquoten auf Einzelobjektebene wäre zwar als hilfreich für die Bewertung von REITs am Kapitalmarkt anzusehen. Es ist aber zu berücksichtigen, dass dieser hohe Transparenzstandard nicht kostenlos ist: Eine (laufende) Bewertung auf Einzelobjektebene – insbesondere durch externe Gutachter – ist aufwändig, darüber hinaus werden möglicherweise Verhandlungsspielräume für die Veräußerung von Immobilien eingeschränkt und die Verhandlung von Mietverträgen erschwert.

Aus diesen Gründen sollte ein höherer Transparenzstandard für REITs u.E. nicht gesetzlich vorgeschrieben werden. Zu berücksichtigen ist, dass REIT-Anteile – im Gegensatz zu Anteilen an offenen Immobilienfonds – am Sekundärmarkt gehandelt und dort bewertet werden.

Soweit höhere als die oben geforderten Transparenzstandards am Sekundärmarkt als erforderlich angesehen werden, werden sie sich auch ohne gesetzliche Vorschrift durchsetzen. Denn ein geringerer als den Anforderungen der Anleger entsprechender Transparenzstandard würde mit Abschlägen auf den Wert der Anteile sanktioniert werden.

Die gegenwärtige Diskussion um Vorschriften für höhere Transparenzstandards bei Offenen Immobilienfonds kann nur bedingt als Maßstab für die Transparenzstandards von REITs herangezogen werden: Da Offene Immobilienfonds jederzeit zur Rücknahme ihrer Anteile zum aktuellen Wert verpflichtet sind, sind detaillierte Bewertungsvorschriften zur laufenden Ermittlung des Rücknahmewerts erforderlich. Offensichtlich werdende Überbewertungen können zur Flucht der Anleger aus einzelnen Fonds führen und im Extremfall auch zur Illiquidität der dahinter stehenden Kapitalanlagegesellschaft führen. Daher ist schon aus aufsichtsrechtlicher Sicht ein hoher Transparenzstandard geboten. Die Schieflage einiger Offener Immobilienfonds hat Schwächen des in der Vergangenheit praktizierten Gutachterverfahrens zur Ermittlung der Substanzwerte offener Immobilienfonds deutlich werden lassen: Die aktuelle Reformdebatte hat ihre Ursache in diesen Schwächen. Da REITs ein geschlossenes Anlageinstrument darstellen, existieren im Gegensatz zu Offenen Fonds grundsätzlich keine Destabilisierungs- oder Insolvenzgefahren.

D.I.11 Kontrolle des REIT-Status/Aufsicht

Ihren steuertransparenten Status sollten REITs in Deutschland bei Erfüllung bestimmter qualifizierender Merkmale erhalten, indem sie für das kommende Geschäftsjahr innerhalb der Steuererklärung dafür optieren, wobei die Anforderungen für jedes Steuerjahr rückwirkend erfüllt werden müssen.

Da der REIT-Status letztlich ein steuerliches Privileg begründet und auf eine Gleichstellung der indirekten Immobilienanlage via Aktien mit der direkten Anlage und der Fondsanlage hinausläuft, sollte die Prüfung des REIT-Status durch das zuständige Finanzamt erfolgen. Da nur Ertragskriterien in die Überprüfung des REIT-Status einbezogen werden sollen, ist der Aufwand auf Seiten der Prüfstelle zur Bestätigung des REIT-Status relativ gering. Es müssen lediglich die Erträge überprüft werden, die durch den Wirtschaftsprüfer testiert werden. Aus Vereinfachungs- und Effizienzgründen sollte ggf. in Erwägung gezogen, eine zentralisierte Kontrollstelle einzusetzen.

Eine gesonderte Aufsicht, z.B. durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, erscheint nicht erforderlich.

D.I.12 Sanktionen bei Verlust des REIT-Status

Internationale Praxis: In den internationalen Vergleichsländern unterscheiden sich die Regelungen bei Verlust des REIT-Status. I.d.R. verliert ein REIT den steuertransparenten Status, sofern er die konstituierenden Konstruktionsmerkmale nicht mehr erfüllt. In den USA und in Belgien verliert der REIT bei kleineren Verstößen gegen die konstituierenden Konstruktionsmerkmale jedoch nicht zwangsläufig und unmittelbar den REIT-Status. In den USA wurde diese Abmilderung der Regelung im Rahmen des REIT Improvement Act 2004 eingeführt.

Empfehlung für Deutschland: Eine nicht wesentliche Verletzung der Vorschriften sollte nicht unmittelbar zum rückwirkenden Verlust des REIT-Status führen. Als nicht wesentliche Verletzung ist bspw. der Verstoß gegen die Publizitätspflichten zu werten. Als entscheidend für den Verlust des REIT-Status, ggf. für mehrere Jahre, sollten wesentliche Verstöße gegen die vorgeschlagenen Ertragskriterien und gegen die Ausschüttungspflichten gewertet werden, sofern diese nicht gut begründet sind. Der REIT sollte bei „de minimis" Verstößen wie in den USA einer Strafbesteuerung unterliegen, die je nach Ausmaß der Verletzung differenziert wird. Sollte der Verstoß gegen die Vorschriften nicht wesentlich sein, so sollte die Wiedereinhaltung der Kriterien binnen einer zu gewährenden Frist ermöglicht werden. Zudem sollte der REIT durch zusätzliche Publizitätspflichten diese Besserung nachweisen müssen. Im Besonderen ist zu unterscheiden zwischen Verstößen gegen die Ertragskriterien und gegen die Ausschüttungsvorschriften:

- Verstoß gegen Ertragskriterien: Da aus den oben beschriebenen Gründen in Deutschland auf Vermögenskriterien verzichtet werden sollte, ist eine besondere Regelung für Deutschland zu empfehlen. Erträge sind volatiler als Vermögenswerte, weshalb eine Abweichung hier häufiger eintreten kann. So wird ein Verstoß gegen die Ertragskriterien in den USA ebenfalls milder behandelt als ein Verstoß gegen die Vermögenskriterien. Für Deutschland ist eine Regelung zu empfehlen, die vorsieht, dass ein REIT sich zwar jährlich für den REIT-Status zu qualifizieren hat, er jedoch rückwirkend den REIT-Status nur bei wiederholtem Verstoß gegen die Ertragskriterien in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren verliert und diese Verstöße durch Nachbesserung nicht aufgehoben werden können. Der REIT wäre dann auf die Erträge dieser letzten zwei Geschäftsjahre rückwirkend steuerpflichtig. Sofern der REIT gegen die Ertragskriterien in wesentlichem Maße in einem Geschäftsjahr verstößt, bspw. sofern weniger als 50 % der Einkünfte aus qualifizierenden Erträgen stammen, sollte er sofort und rückwirkend den steuerlich transparenten Status verlieren.
- Verstoß gegen Ausschüttungskriterien: Dagegen sollte ein Verstoß gegen die Ausschüttungspflichten zu einer sofortigen Nachbesserung oder einer Strafbesteuerung der nicht

ausgeschütteten Erträge führen. Eine Anlehnung an das US-amerikanische System ist in Bezug auf die Abstufung der Sanktionen zu empfehlen.[115]

- Nachbesteuerung stiller Reserven: In Deutschland sollte die Regelung vorsehen, dass wie in Frankreich stille Reserven bei Verlust des REIT-Status rückwirkend unter Anrechnung bereits gezahlter Steuern voll besteuert werden, sofern diese bei Einbringung in den REIT privilegiert besteuert wurden. Ansonsten bestünde der Anreiz, die stillen Reserven durch Optierung zum REIT-Status zu heben und nach dem ersten Steuerjahr wieder die Rechtsform als steuerpflichtiges Unternehmen zu erlangen. Sofern die Auflösung der stillen Reserven also steuerlich begünstigt wird, muss die Regelung über den rückwirkenden Verlust der steuerlichen Transparenz der Einkünfte für den Zeitraum, in dem der REIT gegen die konstituierenden Strukturmerkmale verstoßen hat, hinaus auch die vorher eventuell steuerlich privilegierte Auflösung der stillen Reserven mit einbeziehen. Der rückwirkende Verlust der steuerlich privilegierten Auflösung der stillen Reserven sollte allerdings nicht unbegrenzt in die Zukunft möglich sein. So sollte der Verlust des REIT-Status nach einem Zeitraum von fünf bis zehn Jahren nicht mehr zu einer Nachbesteuerung führen.

D.I.13 Schnittstellenregulierung: Sinnvoll erscheinende flankierende Ergänzungen im Versicherungsaufsichtsgesetz und Investmentgesetz

<u>Empfehlung:</u> Bestandteil der Immobilienquote im Sicherungsvermögen von Versicherungen und Pensionskassen sowie Zulässigkeit von REIT-Investitionen durch Offene Immobilienfonds

REITs wären durch die o.g. Einkommenstrukturvorschriften als Immobilienanlageprodukte strukturiert und sollten deshalb zur Immobilienquote des Sicherungsvermögens (Sicherungsvermögen) von Versicherungsunternehmen und Pensionskassen zählen. Angesichts der besonders hohen Bedeutung von Versicherungsunternehmen als institutionelle Anleger für einen prospektiven REIT-Markt ist die gesicherte Qualifikation für das Sicherungsvermögen und die Anrechnung auf die Immobilienquote ein entscheidender Erfolgsfaktor. Derzeit dürften aufgrund der geltenden Definition des Anlagekataloges (§ 54ff VAG i.V.m. § 1 Nr. 14 AnlV) nur nicht-börsennotierte deutsche REITs mit jeweils bis zu drei inländischen Objekten ohne Sondergenehmigung auf die Immobilienquote des Sicherungsvermögens anrechenbar sein. Daher sollten die § 54ff VAG und die Anlageverordnung (AnlV) hinsichtlich des Anlagekataloges entsprechend modifiziert werden, dass REITs unabhängig von der Bör-

---

[115] Vgl. Anschnitt B.I.3 zur US amerikanischen Regelung.

sennotierung und der Objektanzahl auf die Immobilienquote des Sicherungsvermögens anrechenbar sein sollten.

Im Rahmen des InvG sollten zudem Änderungen vorgenommen werden, die es Offenen Immobilienfonds ermöglichen, einen wesentlichen Teil ihres Vermögens in REITs zu investieren. Nach den aktuell geltenden Regelungen dürfte es den Offenen Fonds lediglich möglich sein, in nicht-börsennotierte deutsche REITs mit jeweils bis zu drei inländischen Objekten zu investieren, wobei jeweils sämtliche zusätzlichen Einschränkungen betreffend die Grundstücksgesellschaften (insbesondere die Regelungen des § 68 InvG) zu berücksichtigen wären. Nach § 80 InvG wäre es bei den Offenen Immobilienfonds aktuell möglich, bis zu 5 % des Wertes des Sondervermögens in börsennotierte Gesellschaften, d.h. auch börsennotierte REITs, zu investieren. Es ist zu empfehlen, dass eine Schnittstellenregulierung innerhalb des InvG Offenen Immobilienfonds ermöglicht, allgemein in REITs unabhängig von der Anzahl der Objekte und unabhängig von der Börsennotierung in substanziellem Umfang zu investieren. Darüber hinaus wäre langfristig zu erwarten, dass sich auch Wertpapierfonds in einem prosperierenden REIT-Markt als Investoren bei börsennotierten inländischen REITs engagieren würden, bspw. als Dachfonds in Form von REIT-Aktienfonds.

D.II Besteuerung

D.II.1 Grundsätzliche Überlegungen

Leitlinie für die steuerliche Behandlung von REITs sollte die weitgehende Gleichstellung mit der Immobiliendirektanlage und die Vermeidung steuerlicher Benachteiligungen gegenüber konkurrierenden Anlageformen wie Offenen oder Geschlossenen Immobilienfonds sowie Immobilienaktiengesellschaften sein. Auch der internationale Vergleich zeigt, dass das konstituierende Merkmal von REITs ihre weitgehende steuerliche Transparenz, d.h. der Verzicht auf die Besteuerung auf Ebene der Gesellschaft in Verbindung mit einem Ausschüttungszwang, ist. Diese weitgehende Steuerbefreiung auf Gesellschaftsebene und die Verlagerung der Besteuerung auf die Ebene des Investors spiegeln die Eigenschaft von REITs als primär passiv strukturierten Immobilienanlagevehikeln wider. Um international wettbewerbsfähige REITs zu schaffen und um die Besteuerung des Bezugs von Einkünften durch REITs so weit wie möglich der Besteuerung des Direktbezugs der Einkünfte anzunähern, sollten die Erträge auf Ebene der REITs daher weitgehend steuerfrei bleiben und die ausgeschütteten Erträge sollten auf Anlegerebene besteuert werden.

In der Umsetzung dieses Ziels ist systematisch zwischen der Besteuerung auf Ebene der Gesellschaft und auf Ebene der in- und ausländischen Gesellschafter zu unterscheiden. Zu betrachten sind jeweils die laufende sowie die aperiodische Besteuerung.

Im Rahmen der laufenden *Besteuerung auf Ebene des REIT* gilt es zunächst zu bestimmen, wie die Nicht-Besteuerung auf Gesellschaftsebene umgesetzt wird. Dabei sind vor allem die Folgen für die Besteuerung ausländischer Anleger zu berücksichtigen, insbesondere die Problematik der Schachtelbeteiligungen in Doppelbesteuerungsabkommen (DBA), der Anwendbarkeit der EU-Mutter-Tochter-Richtlinie und der EU-Fusionsrichtlinie. So gilt es zu bedenken, dass im Fall einer gänzlichen Steuerbefreiung auf Gesellschaftsebene der REIT ggf. nicht abkommensberechtigt im Rahmen von DBA wäre und die EU-Mutter-Tochter-Richtlinie (vgl. weiter unter in diesem Abschnitt und Abschnitt D.II.3.1.2.2) sowie die EU-Fusionsrichtlinie (vgl. Abschnitt D.II.2.3) nicht anwendbar wären. Eine Alternative besteht in der Qualifizierung des REIT als steuerpflichtige Kapitalgesellschaft, wobei die Steuerfreiheit der Erträge beispielsweise durch eine Abzugsfähigkeit ausgeschütteter Dividenden als Betriebsausgaben erreicht werden kann.

Bei der *laufenden Besteuerung der Gesellschafter des REIT* gilt es zunächst zu bestimmen, in welche Einkommenskategorie die Einkünfte aus dem REIT fallen. Hier kommen grundsätzlich die Kategorien der Einkünfte aus Kapitalvermögen (§ 20 Abs. 1 EStG) oder der Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung (§ 21 EStG) in Frage. Liegen Einkünfte aus Kapitalvermögen vor, so sind diese grundsätzlich im Ansässigkeitsstaat des Anteilseigners

zu besteuern. Bei inländischen Anteilseignern sollte konsequenterweise die Anwendung von § 3 Nr. 40 EStG bzw. § 8 b KStG im Fall der gänzlichen Steuerfreistellung der Einkünfte auf REIT-Ebene ausgeschlossen werden, um die beabsichtigte steuerliche Gleichstellung zum Direktbezug der Einkünfte sicherzustellen.

Im Fall *ausländischer Anteilseigner* sind die Einkünfte aus einem REIT grundsätzlich im Ausland zu versteuern, sofern sie Einkünfte aus Kapitalvermögen darstellen. In Deutschland fällt eine Quellensteuer auf diese Einkünfte an, deren Satz jedoch ab einer bestimmten Mindestbeteiligung durch entsprechende Schachtelprivilegien in den DBA reduziert wird. Ab der vertraglich vereinbarten Beteiligungshöhe (je nach DBA zwischen 10 und 25 %) sinkt der höchstmögliche Quellensteuerabzug auf Sätze zwischen 5 bis 15 %. Darüber hinaus fällt innerhalb der EU bei Anwendbarkeit der Mutter-Tochter-Richtlinie gar keine Quellensteuer an. Zu den Voraussetzungen der Anwendbarkeit der Mutter-Tochter-Richtlinie zählt, dass die jeweiligen Gesellschaften in einem Mitgliedstaat ansässig sind (vgl. Art. 2 Buchst. b der Richtlinie) und darüber hinaus der jeweiligen Körperschaftsteuer unterliegen, ohne davon befreit zu sein (vgl. Art. 2 Buchst. c der Richtlinie). Damit die Mutter-Tochter-Richtlinie zur Anwendung kommt, muss der REIT also der Körperschaftsteuer in Deutschland unterliegen, die Anwendung einer wie auch immer zu definierenden „Normalbesteuerung“ oder eines bestimmten Steuersatzes ist jedoch nicht erforderlich.[116] Als weitere Voraussetzung für die Befreiung der von dem steuerpflichtigen REIT an eine Gesellschaft ausgeschütteten Gewinne vom Steuerabzug an der Quelle muss eine bestimmte Mindestbeteiligung vorliegen (lt. Richtlinie derzeit 20 %, ab Januar 2007 15 %, ab Januar 2009 10 % Mindestbeteiligung; im Rahmen der Gegenseitigkeitsklausel in § 43 b Abs. 3 EStG Reduzierung auf 10 % Mindestbeteiligung, z.B. im Verhältnis zu den Niederlanden). In denjenigen Fällen, in denen diese Voraussetzungen erfüllt sind, hat Deutschland somit kein Besteuerungsrecht für die entsprechenden Einkünfte. Die Frage nach der Anwendbarkeit der Mutter-Tochter-Richtlinie und der DBA-Abkommensberechtigung wird in Abschnitt D.II.3.1.2.2 nochmals erörtert.

Werden die vom REIT ausgeschütteten Erträge auf Ebene der Gesellschafter dagegen als Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung qualifiziert, sind diese in der Regel gemäß dem Belegenheitsprinzip in dem Staat steuerpflichtig, in dem sich das Vermögen befindet. Somit hätte Deutschland unter den gegebenen Voraussetzungen ein Besteuerungsrecht für die jeweiligen Einkünfte. Die Frage, ob eine solche Qualifizierung möglich und abkommenswirksam ist, wird in D.II.3.1.2.2 vertieft.

Unter die *aperiodischen Besteuerungstatbestände* fällt die Rechtsformumwandlung sowie die Einbringung von Immobilien in einen REIT, verschiedene Exit-Strategien aus einem REIT heraus sowie die Veräußerung von Anteilen an einem REIT durch die Gesellschafter.

---

[116] Vgl. Thömmes (1995), S. 9-10.

Hier gilt es vor allem zu klären, ob eine Rechtsformumwandlung, eine Einbringung von Immobilien sowie entsprechende Exit-Strategien für den REIT zur Aufdeckung der stillen Reserven führen und wie diese zu besteuern sind. Bei der derzeitigen Marktsituation in Deutschland müsste ein Großteil der Immobilien neu in REITs eingebracht werden. In diesem Zusammenhang könnten körperschaft- und/oder grunderwerbsteuerliche Vergünstigungen für die Einbringung von Immobilien in REITs zu einer Belebung des Marktes beitragen und auch zu zusätzlichen Körperschaftsteuereinnahmen führen, sofern die stillen Reserven sonst auf absehbare Zeit nicht realisiert würden. Auch könnten durch vermehrte Immobilientransaktionen die Grunderwerbsteuereinnahmen steigen, sofern die Übertragung von Grundvermögen auf REITs sowie die spätere Veräußerung von Grundvermögen durch REITs der Grunderwerbsteuer unterliegen.

Entsprechende steuerliche Vergünstigungen für die Einbringung von Immobilien könnten allerdings möglicherweise nicht auf die Einbringung in deutsche REITs beschränkt werden, sondern müssten unter Beachtung des Gleichheitsgrundsatzes nach Art. 3 Abs. 1 GG auf alle Immobilientransaktionen ausdehnt werden. Diese Frage kann in der vorliegenden Studie nicht abschließend beurteilt werden. Im Zusammenhang mit der Diskussion um Steuervergünstigungen bei der Einführung von REITs ist darüber hinaus auf den entgegenstehenden Beschluss des Bundeskabinetts vom 1.10.2003 hinzuweisen, wonach grundsätzlich keine neuen steuerlichen Vergünstigungen gewährt werden sollen. Detaillierte Empfehlungen zur Einbringungsbesteuerung in deutsche REITs werden in Abschnitt D.II.3.2 diskutiert.

Weitere mit der steuerlichen Behandlung von REITs im Zusammenhang stehende juristische Aspekte konnten im vorliegenden Gutachten nicht vertieft behandelt werden. Dies betrifft die vertiefte Prüfung beihilferechtlicher Konsequenzen, die Frage, ob ausländische REITs mit Verweis auf die steuerliche Begünstigung deutscher REITs eine Steuerbefreiung ihrer Einkünfte im Inland verlangen könnten, und die Frage, ob der REIT-Status von der Ansässigkeit der Gesellschaft in Deutschland abhängig gemacht werden kann. Insofern ist auf weiteren juristischen Klärungsbedarf zu verweisen.

D.II.2 Besondere Problembereiche

D.II.2.1 Qualifizierung von REIT-Erträgen als Kapitaleinkünfte in Verbindung mit Steuerfreistellung auf Gesellschaftsebene

Im Zusammenhang mit der Einführung von REITs in Deutschland ist auf mögliche Risiken für den deutschen Fiskus hinzuweisen. So kann argumentiert werden, dass sich ausländische Investoren im Vergleich zu der unmittelbaren Erzielung von in Deutschland besteuerten Einkünften aus Vermietung und Verpachtung unter bestimmten Voraussetzungen durch Investitionen in REITs der deutschen Steuer weitgehend oder vollkommen entziehen können,

indem sie die oben beschriebenen DBA-Schachtelprivilegien oder die EU-Mutter-Tochter-Richtlinie nutzen.

Zu berücksichtigen ist allerdings, dass es für ausländische Investoren auch heute schon möglich ist, durch Investition in offene Immobilienpublikumsfonds die Besteuerung auf die von den jeweiligen DBA vorgesehenen Höchstsätze zu reduzieren. Denn auch in diesem Fall liegen Einkünfte aus Kapitalvermögen vor, eine Umqualifizierung der Einkünfte in Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung findet gemäß § 15 Abs. 2 InvStG lediglich für Spezial-Sondervermögen statt. Auch angesichts des bislang geringen Investitionsvolumens ausländischer Anleger im deutschen Immobilienmarkt ist es fraglich, ob durch die Einführung von REITs in größerem Maße mit dem Ersatz bisher steuerpflichtiger Transaktionen durch nicht steuerpflichtige Transaktionen zu rechnen ist.

Darüber hinaus wird ein Verlust von inländischem Steuersubstrat aufgrund der steuerfreien Veräußerung von REIT-Anteilen durch die Anteilseigner nach Ablauf der für Privatanleger geltenden Spekulationsfrist befürchtet. Hier gilt jedoch ebenfalls, dass diese Regelungen bereits für Investitionen in andere Anlageformen wie offene Immobilienfonds bestehen. Darüber hinaus wären REITs auch regelmäßig von der Gewerbesteuer befreit. Da auch bei den heute bereits existierenden Immobilienaktiengesellschaften die Kürzungsvorschrift des § 9 Nr. 1 GewStG Anwendung finden kann, ist es auch fraglich, in welchem Umfang Steuereinbußen im Bereich der Gewerbesteuer für die deutschen Gemeinden durch die Einführung von REITs entstehen.

Die größten Risiken sind vermutlich in *missbräuchlichen grenzüberschreitenden Gestaltungen* mit Hilfe von REITs zu sehen. Beispielsweise könnten inländische Anleger versuchen, durch die Einschaltung ausländischer Zwischengesellschaften die inländische Besteuerung auf Anlegerebene zu umgehen, um einen steuergünstigeren Bezug der Erträge aus dem REIT mit Hilfe von treaty shopping oder directive shopping zu erreichen. Um solche Umgehungsgestaltungen in- und ausländischer Steuerpflichtiger durch die Beteiligung an einem deutschen REIT über ausländische Zwischengesellschaften zu vermeiden, wären entsprechende Anpassungen des deutschen Außensteuergesetzes sowie des § 50 d EStG notwendig. Beispielsweise enthält § 50 d Abs. 3 EStG bereits einen Umgehungsvorbehalt für Steuervergünstigungen aus bilateralen Abkommen und EU-Richtlinien.

Insgesamt sollten sich die fiskalischen Risiken bei Einführung eines REIT in Deutschland durch mögliche Verluste des Steuersubstrats aufgrund der regulären Besteuerung oder durch missbräuchliche Gestaltungen begrenzen lassen, da der Umfang möglicher Missbrauchstatbestände beschränkt werden kann und aus Sicht des ausländischen Investors auch die bestehenden Investitionsmöglichkeiten schon die Vereinnahmung von inländischen Immobilienerträgen als Einkünfte aus Kapitalvermögen zulassen. Diesen Risiken gegenüberzustellen sind die Chancen zusätzlicher Immobilieninvestments aus dem Ausland, deren Erträge bei

entsprechender Ausgestaltung im Inland mindestens zu einem Teil (quellen)steuerpflichtig sind (siehe zur weiteren Diskussion entsprechender Ausgestaltungsvarianten Abschnitt D.II.3.1.2.2).

D.II.2.2 Sale and Lease Back-Geschäfte

Mit Hilfe eines REIT in Deutschland können Sale and Lease Back-Transaktionen durchgeführt werden, d.h. ein Anleger bringt seine Immobilien unter Aufdeckung stiller Reserven in den REIT ein, um sie dann anschließend wieder zurückzuleasen. Hier ist grundsätzlich im Einzelfall zu klären, ob der Gesellschafter oder der REIT die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die Immobilie innehat und wem sie dementsprechend zuzurechnen ist.

Nationaler Fall: Bringt ein Gesellschafter Immobilien in den REIT ein, so würden die stillen Reserven aufgedeckt und müssten versteuert werden. Im Rahmen des anschließenden Leasinggeschäfts würden die Leasingeinkünfte auf Ebene des REIT qualifizierende Erträge darstellen und wären somit in Deutschland auf Ebene des REIT steuerbefreit (siehe zu den Ausgestaltungsvorschlägen D.II.3.1.1). Sofern § 8 b KStG (bzw. § 3 Nr. 40 EStG bei natürlichen Personen als Gesellschafter) im Fall der Ausschüttung der Erträge nicht zur Anwendung kommen, werden die Erträge entsprechend beim Anteilseigner voll besteuert. Beim Gesellschafter stellen die Leasingraten Betriebsausgaben dar und mindern so dessen körperschaft- und gewerbesteuerpflichtigen Gewinn. Ohne die Existenz dieses Sale and Lease Back-Geschäfts hätte der Steuerpflichtige seine Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung in Deutschland zu versteuern. Diese Steuerbelastung steht also der steuerbegünstigten Veräußerung, den steuerfreien Erträgen auf Ebene des REIT und dem steuerlichen Vorteil aus der Abzugsfähigkeit der Leasingraten gegenüber.

Einbringung und Sale and Lease Back durch ausländische Gesellschafter: Im grenzüberschreitenden Fall ist zusätzlich zu klären, welcher Staat das Besteuerungsrecht aus den jeweiligen Transaktionen erhält. Zunächst ist der vom Gesellschafter erzielte Gewinn bei Einbringung der Immobilie in den REIT zu betrachten. Ist das unbewegliche Vermögen in Deutschland belegen, so hat nach Art. 13 Abs. 1 OECD-Musterabkommen Deutschland gemäß dem Belegenheitsprinzip das Besteuerungsrecht. Um zumindest im Hinblick auf EU-Sachverhalte Diskriminierungen auszuschließen, wäre dieses Besteuerungsrecht analog zum nationalen Fall auszuüben und ggf. eine begünstigte Besteuerung anzusetzen (zu den Ausgestaltungsvorschlägen siehe D.II.3.2). Befindet sich das unbewegliche Vermögen in einem Drittstaat, so hat gemäß Art. 13 Abs. 5 OECD-Musterabkommen der Staat, in dem der Veräußerer ansässig ist, das Besteuerungsrecht.

Hat der REIT die wirtschaftliche Verfügungsmacht inne, so nutzt er die Immobilie unmittelbar gemäß Art. 6 Abs. 3 OECD-Musterabkommen, so dass Art. 6 bzw. Art. 21 des OECD-Musterabkommens hier für die Besteuerung der Leasingeinnahmen des REIT zur Anwen-

dung kommt, je nachdem, wo die Immobilie belegen ist.[117] Die Einkünfte stellen damit entweder qualifizierende Erträge im Inland dar oder aber bereits im Ausland versteuertes Einkommen und werden bei Weiterausschüttung an die Gesellschafter entsprechend besteuert. Die Leasingraten stellen beim ausländischen Gesellschafter wiederum Betriebsausgaben dar.

Bringt beispielsweise ein ausländischer Steuerpflichtiger eine in Deutschland belegene Immobilie in den REIT ein, so hat dann Deutschland nach dem OECD-Musterabkommen das Besteuerungsrecht für den Veräußerungsgewinn sowie für die Leasingeinnahmen des REIT, welche jedoch für REITs steuerbefreit sind. Bei Direktbezug der Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung der deutschen Immobilie durch den ausländischen Steuerpflichtigen hat nach dem OECD-Musterabkommen dagegen Deutschland das Besteuerungsrecht für die Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung. Bringt beispielsweise ein ausländischer Steuerpflichtiger eine im Ausland belegene Immobilie in den deutschen REIT ein, so fällt Deutschland – wie auch im Fall des Direktbezugs der Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung durch den ausländischen Steuerpflichtigen – kein Besteuerungsrecht zu, weder für den Veräußerungsgewinn noch für die Leasingeinnahmen.

Einschaltung einer ausländischen Zwischengesellschaft: Sofern der ausländische Gesellschafter eines REIT eine Zwischengesellschaft ist, die sich im Eigentum eines inländischen Investors befindet, würden die Leasingerträge als Ausschüttungen dieses REIT gemäß den in Abschnitt D.II.2.1 diskutierten Regelungen in den DBA an der Quelle besteuert bzw. – soweit die Mutter-Tochter-Richtlinie anwendbar ist – von der Quellensteuer befreit sein und an die ausländische Zwischengesellschaft fließen. Die Erträge der Zwischengesellschaft können in der Tochtergesellschaft thesauriert oder ausgeschüttet und unter Anwendung von DBA-Schachtelprivilegien bzw. der Mutter-Tochter-Richtlinie steuerbegünstigt ins Inland zurücktransferiert werden, wo sie auf Ebene des inländischen Anteilseigners als normale Kapitaleinkünfte versteuert werden.

Grundsätzlich können solche Sale and Lease Back-Konstrukte mit Hilfe von REITs insgesamt zu einer niedrigeren Besteuerung führen als wenn die Immobilie direkt vom Gesellschafter gehalten wird. Die Tragweite solcher Konstruktionen und ihre Auswirkungen auf das deutsche Steueraufkommen kann hier jedoch nicht abschließend beurteilt werden. Hier kann auf die Ausführungen in Abschnitt D.II.2.1 zur Verhinderung von Gestaltungsmissbrauch verwiesen werden.

---

[117] Siehe dazu auch Vogel/Lehner, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 21, 143.

D.II.2.3 Anwendbarkeit der EU-Fusionsrichtlinie zur Vermeidung der Aufdeckung von stillen Reserven

Bei Einbringung von Immobilien in einen REIT und der Veräußerung von Gesellschaftsanteilen werden möglicherweise stille Reserven aufgedeckt. Im Zusammenhang mit der Aufdeckung stiller Reserven und ihrer steuerlichen Behandlung stellt sich grundsätzlich die Frage nach der Anwendbarkeit der EU-Fusionsrichtlinie. Die Fusionsrichtlinie ist grundsätzlich nur bei grenzüberschreitenden Sachverhalten anwendbar. In Frage kommt hier eine Anwendung für die Tatbestände der Einbringung von Immobilien in den REIT, der Umwandlung in einen REIT sowie der entsprechenden Exit-Transaktionen aus einem bestehenden REIT heraus. An Stelle der sofortigen Aufdeckung der stillen Reserven in solchen Fällen ermöglicht die Fusionsrichtlinie einen Besteuerungsaufschub. Dies stellt insofern ein potenzielles fiskalisches Risiko dar, als die mit der Einführung von REITs verbundenen positiven Effekte auf das Körperschaftsteueraufkommen möglicherweise abgeschwächt werden könnten. Andere Steuern wie z.B. Verkehrssteuern werden von der Richtlinie nicht erfasst, d.h. die Richtlinie erfasst beispielsweise nicht die deutsche Grunderwerbsteuer.

Im Fall der *Einbringung von Vermögen in einen REIT* wären grundsätzlich die entsprechenden stillen Reserven aufzudecken, beim Einbringenden zu besteuern und die Vermögensgegenstände wären dann beim REIT zum Verkehrswert anzusetzen. Bei Anwendung der Fusionsrichtlinie ist nach deutschem Recht eine Buchwertfortführung für die eingebrachte Immobilie auf Seiten des REIT notwendig und auch die erhaltenen Anteile an dem REIT sind beim Gesellschafter mit dem Buchwert des übertragenen Vermögens anzusetzen. Damit ist grundsätzlich die steuerliche Erfassung der stillen Reserven in den Wirtschaftsgütern für den Fall der späteren Gewinnrealisierung sichergestellt. Eine grenzüberschreitende Einbringung fällt jedoch nur dann unter die Fusionsrichtlinie, wenn zumindest ein Teilbetrieb eingebracht wird, d.h. ein in organisatorischer Hinsicht selbstständiger Betrieb, der eine aus eigenen Mitteln funktionsfähige Einheit darstellt (vgl. Art. 2 Buchst. i der Richtlinie). Dies dürfte im Fall der Einbringung von (einzelnen) Immobilien wohl nicht der Fall sein.

Daneben ist zu untersuchen, ob die Fusionsrichtlinie auch bei *Exit-Strategien aus einem REIT* heraus auf die im REIT angesammelten stillen Reserven Anwendung findet. Neben den oben genannten Anwendungsvoraussetzungen ist hier insbesondere die Voraussetzung relevant, dass die Fusionsrichtlinie gemäß Art. 3 Buchst. b und c der Richtlinie grundsätzlich nur auf Gesellschaften anwendbar ist, die als in dem jeweiligen Staat ansässig gelten und die der Körperschaftsteuer unterliegen, ohne davon befreit zu sein. Damit ist die Fusionsrichtlinie nur dann anwendbar, wenn der REIT auch tatsächlich körperschaftsteuerpflichtig ist.

Die fiskalischen Risiken, die sich aus der Anwendung der Fusionsrichtlinie auf Exit-Strategien aus dem REIT ergeben könnten, sind damit wohl begrenzt. Neben der Vorausset-

zung, dass die Fusionsrichtlinie tatsächlich anwendbar sein muss, entstehen fiskalische Risiken nur dann, wenn tatsächlich ein gewisser Umfang an stillen Reserven in dem REIT gebildet wurde. Wenn REITs die Vermögensgegenstände zum Verkehrswert ansetzen müssen und eine gewisse Mindestausschüttungsquote vorgesehen ist, ist es fraglich, ob überhaupt stille Reserven in größerem Umfang im REIT gebildet werden. Darüber hinaus wird bei Anwendung der Fusionsrichtlinie das Besteuerungsrecht für die stillen Reserven nicht aufgehoben, sondern es findet lediglich ein Steueraufschub statt.

D.II.3 Empfehlungen

D.II.3.1 Laufende Besteuerung

Internationale Praxis: Im internationalen Vergleich ist zwischen verschiedenen Verfahren der steuerlichen Behandlung von Erträgen grundsätzlich zu differenzieren: In den USA, Kanada, Japan und Australien sind die nicht ausgeschütteten Einkünfte auf REIT-Ebene steuerpflichtig, zusätzlich gelten in den drei erstgenannten Ländern Mindestausschüttungskriterien. Niederländische BIs, belgische SICAFIs und französische SIICs sind prinzipiell auf Unternehmensebene steuerpflichtig. Allerdings gilt in den Niederlanden ein auf Null reduzierter Steuersatz für laufende qualifizierende Einkünfte, die zudem 100 % der BI Erträge darstellen müssen. Daher ist der BI faktisch steuerbefreit. In Belgien werden qualifizierende Einkünfte von der Bemessungsgrundlage abgezogen und in Frankreich sind qualifizierende Einkünfte per Definition steuerfrei.

Empfehlung für Deutschland: Aus dem internationalen Vergleich lassen sich im Detail folgende grundsätzliche Best-Practice-Empfehlungen ableiten: Sofern die Mindestausschüttungsquote eines REIT eingehalten wird, sollten die einbehaltenen qualifizierenden Erträge auf REIT-Ebene nicht der Besteuerung unterliegen. Dieses System hat sich im europäischen Vergleich als dominant erwiesen. Nicht-qualifizierende Erträge sollten dagegen der Steuerpflicht unterliegen. Qualifizierende Erträge, die im Ausland generiert werden und nach dem Belegenheitsprinzip dort bereits versteuert wurden, sollten nicht doppelt auf Anteilseignerebene versteuert werden. Dementsprechend sollte, soweit keine Freistellung erfolgt, eine Anrechnung der Vorbelastung durch ausländische Besteuerung möglich sein.

Es ergeben sich somit vier Einkommensarten:

1. Einkünfte aus qualifizierenden Erträgen im Inland (Mieteinnahmen, Veräußerungsgewinne von Immobilien mit einer Haltedauer länger als 4 Jahre und Einnahmen aus Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, die ebenfalls die Ertragskriterien erfüllen)

2. Einkünfte aus nicht-qualifizierenden Erträgen im Inland (Veräußerungsgewinne von Immobilien mit einer Haltedauer unter 4 Jahren, Dividenden aus steuerpflichtigen Tochtergesellschaften (bspw. Aktivitäten im Bereich Projektentwicklung oder gewerbliche Immobilienbewirtschaftung), sonstige Dividenden und Zinsen).[118]

3. Bereits im Ausland versteuerte Einkünfte aus qualifizierenden und nicht-qualifizierenden ausländischen Erträgen.

4. Steuerfreie Einkünfte aus dem Inland (Abschreibungen, Veräußerungsgewinne außerhalb der geltenden Spekulationsfrist von 10 Jahren).

D.II.3.1.1 Steuerliche Behandlung auf Gesellschaftsebene

1. Einkünfte aus qualifizierenden Erträgen im Inland sollten von der Besteuerung auf Gesellschaftsebene (Körperschaft- und Gewerbesteuer) befreit werden. Die Besteuerung auf Anlegerebene wird durch eine Mindestausschüttungsquote der Bruttoerträge von 80-90 % gewährleistet (siehe Abschnitt D.I.8).

2. Einkünfte aus nicht-qualifizierenden Erträgen im Inland sind auf REIT-Ebene steuerpflichtig, unterliegen ebenfalls der Ausschüttungsverpflichtung von 80-90 % und werden nach Halbeinkünfteverfahren bzw. § 8b KStG auf Anlegerebene besteuert.[118]

3. Bereits im Ausland versteuerte Einkünfte aus qualifizierenden ausländischen Erträgen werden ebenfalls in Höhe der Mindestausschüttungsquote von 80-90 % ausgeschüttet. Die steuerliche Vorbelastung sollte – sofern keine generelle Freistellung erfolgt – anrechenbar sein. Bereits im Ausland versteuerte Einkünfte aus nicht-qualifizierenden ausländischen Erträgen unterliegen auf REIT-Ebene ebenfalls der Ausschüttungsverpflichtung von 80-90 %. Sie werden auf Anteilseignerebene – unter Berücksichtigung der Vorbelastung im Ausland – gemäß Halbeinkünfteverfahren nach § 3 Nr. 40 EStG bzw. § 8b KStG versteuert, sofern keine generelle Freistellung erfolgt.

4. Steuerfreie REIT-Einkünfte aus dem Inland können an die Anteilseigner steuerfrei ausgeschüttet werden. Zu den steuerfreien Ausschüttungen werden ausgeschüttete Abschreibungen und beim Privatanleger – analog zur privaten Direktanlage in den entsprechenden Anlageformen – anteilige Veräußerungserlöse nach Ablauf der für Privatanleger geltenden Spekulationsfristen gerechnet.

---

[118] Gemäß den in Abschnitt D.II.3.1.2.2 dargestellten Überlegungen kann es erforderlich sein, die Erzielung solcher Einkünfte auf steuerpflichtige Tochtergesellschaften zu beschränken, um den REIT ggf. vollkommen steuerfrei stellen zu können.

D.II.3.1.2 Steuerliche Behandlung auf Anteilseignerebene

D.II.3.1.2.1 Inländische Anleger

1. Betriebliche und private inländische Anleger erzielen qualifizierende Einkünfte aus Kapitalvermögen, die mit dem individuellen Einkommensteuersatz bzw. dem Körperschaftsteuersatz besteuert werden. Bereits im Ausland versteuerte Einkünfte aus ausländischen qualifizierenden Erträgen werden unter Berücksichtigung der Vorbelastung im Ausland versteuert, sofern keine generelle Freistellung erfolgt. Wegen der Steuerbefreiung auf Gesellschaftsebene sollte § 8 b KStG und § 3 Nr. 40 EStG keine Anwendung auf qualifizierende Einkünfte finden.
2. Einkünfte aus nicht-qualifizierenden Erträgen im Inland werden nach Halbeinkünfteverfahren bzw. § 8b KStG auf Anlegerebene besteuert. Bereits im Ausland versteuerte Einkünfte aus ausländischen nicht-qualifizierenden Erträgen werden unter Berücksichtigung der Vorbelastung im Ausland versteuert, sofern keine generelle Freistellung erfolgt.
3. Ausgeschüttete Abschreibungen können steuerfrei vereinnahmt werden. Vom Privatanleger können – analog zur privaten Direktanlage in diesen Anlageformen – anteilige Veräußerungserlöse auf REIT-Ebene nach Ablauf der für Privatanleger geltenden Spekulationsfrist für die entsprechenden Anlageformen steuerfrei vereinnahmt werden. Auch Veräußerungserlöse von REIT-Anteilen können nach Ablauf der für Privatanleger geltenden Spekulationsfrist für Aktien steuerfrei vereinnahmt werden.

D.II.3.1.2.2 Ausländische Anleger

Nach dem Belegenheitsprinzip steht dem deutschen Fiskus das Besteuerungsrecht an inländischen Immobilienerträgen zu. Wie einleitend unter D.II.1 dargestellt, besteht im Rahmen des hier diskutierten REIT-Konstrukts die Gefahr, dass das inländische Steueraufkommen aus Vermietung und Verpachtung verringert wird, wenn ausländische Anleger in REITs Einkommen aus Kapitalvermögen erzielen, die – im Gegensatz zu Einkommen aus Vermietung und Verpachtung – im Rahmen der EU-Mutter-Tochter-Richtlinie und durch die Regelungen in den Doppelbesteuerungsabkommen quellensteuerlich begünstigt sind.

Internationale Praxis: Mit dem Argument ihrer steuerlichen Sonderstellung wird in den Niederlanden und in Frankreich die Anwendbarkeit der EU-Mutter-Tochter-Richtlinie abgelehnt, obwohl in beiden Ländern prinzipielle Steuerpflicht auf Gesellschaftsebene besteht. In Frankreich gilt eine Steuerbefreiung für bestimmte qualifizierende Einkünfte, die aus diesem Grund von der Anwendung der Mutter-Tochter-Richtlinie ausgeschlossen werden. In den Niederlanden wird die Anwendung der Mutter-Tochter-Richtlinie vollständig ausgeschlos-

sen. In beiden Ländern werden die Gesellschaften jedoch als abkommensberechtigt im Rahmen von DBA angesehen.[119]

Gestaltungsmöglichkeiten für Deutschland:

Im Folgenden werden verschiedene Gestaltungsvarianten erörtert, mit denen grundsätzlich versucht werden könnte, das Besteuerungsrecht an ins Ausland fließenden REIT-Ausschüttungen aufrechtzuerhalten. Es ist ausdrücklich darauf hinzuweisen, dass es sich um Gestaltungsvarianten handelt, die grundsätzlich in ihren Vor- und Nachteilen dargestellt werden, aber im Rahmen des vorliegenden Gutachtens nicht abschließend beurteilt werden können.

Allgemeines Ziel muss es sein, Gestaltungen zu finden, die sowohl praktikabel als auch EU-rechtlich bzw. abkommensrechtlich haltbar sind. So ist die Nachverhandlung aller Doppelbesteuerungsabkommen mit dem Ziel, Ausnahmeklauseln für REITs aufzunehmen, angesichts aufwändiger und langer Verhandlungen kein praktikabler Weg. (Eine solche Ausnahmeklausel für die US-REITs findet sich beispielsweise im deutschen Doppelbesteuerungsabkommen mit den USA. Danach sind die Einkünfte aus REITs explizit von den Schachtelprivilegien ausgenommen und unterliegen einer Quellenbesteuerung von mindestens 15 %.)

- *Körperschaftsteuerbefreiung des REIT mit der Folge der Nichtanwendbarkeit der EU-Mutter-Tochter-Richtlinie und ggf. des Verlusts der Abkommensberechtigung DBA*

Wie bereits unter D.II.1 ausgeführt, würde im Falle der expliziten Befreiung eines deutschen REIT von der Körperschaftsteuer die EU-Mutter-Tochter-Richtlinie nicht mehr anwendbar sein. Die Anwendbarkeit der Richtlinie setzt voraus, dass die jeweiligen Gesellschaften in einem Mitgliedstaat ansässig sind (Artikel 2 Buchst. b der Richtlinie) und darüber hinaus der jeweiligen Körperschaftsteuer unterliegen, ohne davon befreit zu sein (vgl. Art. 2 Buchst. c der Richtlinie).

Fraglich ist allerdings, ob mit einer solchen Steuerbefreiung auch der Verlust der DB-Abkommensberechtigung einhergeht. Ein solcher Verlust der Abkommensberechtigung wäre aus fiskalischer Sicht insofern positiv zu werten, als das deutsche Quellenbesteuerungsrecht an Ausschüttungen eines deutschen REIT gewahrt bleiben würde. Im Gegenzug unterlägen ausländische Einkünfte eines deutschen REIT allerdings u.U. der Doppelbesteuerung.

---

[119] EPRA (2004), S. 23. Diese Interpretation wurde uns von Roland Wijs, Loyens & Loeff, Amsterdam (Telefonat am 13. Januar 2005) und Vincent Agulhon, Jones Day, Paris (Telefonat am 17. Januar 2005) bestätigt.

Die Frage nach dem Verlust der Abkommensberechtigung in Bezug auf DBA bei inländischer Steuerbefreiung der Gesellschaft ist nicht eindeutig geklärt: Strittig ist einerseits, ob der Begriff der Ansässigkeit im Sinne der DBA auch für steuerbefreite Organisationen gilt. Vogel/Lehner (2003) unterscheiden hier eine Mehrheitsmeinung, nach der auch steuerbefreite Organisationen als ansässig anzusehen sind, und eine Minderheitsmeinung, nach der eben dies nicht gilt.[120] Folgt man der Mehrheitsmeinung, so wären ausländische Anteilseigner von deutschen REITs auch dann DBA-geschützt, wenn REITs steuerbefreit wären. Entsprechend würde beim Überschreiten der DBA-relevanten Schwellenwerte eine Reduktion des Quellensteuersatzes greifen. Zudem kann auch argumentiert werden, dass ein REIT in Form einer Aktiengesellschaft schon durch seine Eigenschaft als juristische Person abkommensberechtigt ist.[121]

Zusammenfassend kann die vollständige Steuerbefreiung eines REIT auf Gesellschaftsebene zwar als eine Möglichkeit angesehen werden, deutsche REITs nicht unter den Anwendungsbereich der EU-Mutter-Tochterrichtlinie fallen zu lassen. Allerdings würde dies wohl implizieren, den REIT vollkommen steuerfrei zu stellen. Dies würde bedeuten, den REITs nicht selbst die Erzielung nicht-qualifizierender, auf Unternehmensebene zu besteuernder Einkünfte gestatten zu können, sondern diese von steuerpflichtigen Tochtergesellschaften erzielen zu lassen. Das Problem der DBA-Schachtelbeteiligungen würde sich auf diesem Weg nicht generell lösen lassen, da steuerbefreite REITs die DBA-Berechtigung nicht automatisch verlieren und bilaterale Verhandlungen erforderlich würden.

- *Umqualifizierung der Einkommen in Einkommen aus Vermietung und Verpachtung analog zu Spezial-Sondervermögen § 15 Abs. 2 InvStG*

Eine zweite Besteuerungsvariante auf Ebene der Gesellschafter stellt die Umqualifizierung der Ausschüttungen eines REIT in Einkommen aus Vermietung und Verpachtung nach nationalem Recht dar. Ziel dieser Umqualifizierung ist es, die Einkünfte gemäß dem Belegenheitsprinzip in Deutschland zu versteuern. Eine solche steuerliche Behandlung des REIT

---

120 Vogel/Lehner (2003, Art. 4, 8.2 [Steuerbefreite Organisationen; Mehrheitsmeinung]): „In vielen Staaten wird eine Person selbst dann als unbeschränkt steuerpflichtig angesehen, wenn der Vertragstaat ihr tatsächlich keine Steuerpflicht auferlegt. Pensionsfonds, gemeinnützige und andere Organisationen können z.B. von der Besteuerung ausgenommen sein; sie sind aber nur steuerbefreit, wenn sie die in den Steuergesetzen genannten Voraussetzungen für die Steuerbefreiung erfüllen. Sie unterliegen daher den Steuergesetzen des Vertragsstaats.“ Art. 4, 8.2 [Steuerbefreite Organisationen; Mindermeinung]: „In einigen Ländern werden diese Rechtsträger jedoch nicht als steuerpflichtig angesehen, wenn sie nach den innerstaatlichen Steuergesetzen von der Besteuerung befreit sind. Diese Länder können solche Rechtsträger für die Zwecke des Abkommens nicht als ansässige Personen ansehen, sofern sie nicht ausdrücklich unter das Abkommen fallen. Vertragsstaaten, die dieser Ansicht sind, steht es frei, diese Frage in ihren bilateralen Verhandlungen anzusprechen.“

121 Nach Art. 3 Abs. 1 b) OECD MA sind Gesellschaften, d.h. juristische Personen abkommensberechtigt (vgl. dazu auch Wassermeyer, DBA, Rz. 18 unten zu Art. 3 OECD-MA).

wäre an die Behandlung der Spezial-Sondervermögen gemäß § 15 Abs. 2 InvStG angelehnt. § 15 Abs. 2 S. 4 InvStG besagt, dass die Umqualifizierung der Erträge in Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung auch für die Anwendung der Regelungen in Doppelbesteuerungsabkommen gelte.

Fraglich ist jedoch, inwieweit eine solche nationale Umqualifizierung der Einkünfte auch bei Vorliegen eines DBA Bestand hat oder ob sie nicht vielmehr ein treaty override darstellt. Die DBA haben als lex specialis Vorrang vor dem innerstaatlichen Recht, was grundsätzlich auch gegenüber später erlassenen nationalen Gesetzen gilt. Denn der Abschluss von DBA wäre sinnlos, wenn es dem inländischen Gesetzgeber gestattet wäre, durch nationales Recht den Inhalt bilateraler Verträge zu umgehen. Diese Priorität kann jedoch aufgehoben werden, wenn ein diesbezüglich gesetzgeberischer Wille explizit zum Ausdruck gebracht wird.

Ob Art. 6 Abs. 1 OECD-Musterabkommen für die Besteuerung der Gesellschafter von Gesellschaften, die hauptsächlich Einkünfte aus unbeweglichem Vermögen erzielen, anwendbar ist, hängt davon ab, ob deren Gesellschaftsanteile zum „unbeweglichen Vermögen“ gehören.[122] Zwar wäre hier gemäß Art. 6 Abs. 2 S. 1 OECD-Musterabkommen das jeweils nationale Recht maßgebend, doch findet diese Verweisung ihre Grenzen in speziellen Regelungen des OECD-Musterabkommens. Gerade bezüglich der abkommensrechtlichen Einkunftsqualifikation der Gewinnausschüttungen von Immobilien verwaltenden Gesellschaften lässt sich derzeit ein Wandel der internationalen Rechtsauffassung dahingehend feststellen, dass die von den Gesellschaftern bezogenen Gewinnausschüttungen in Geld abkommensautonom als Dividenden i.S.d. Art. 10 Abs. 3 OECD-Musterabkommen zu qualifizieren sind.[123] Diese Argumentation wird mit der Abschirmwirkung der juristischen Person begründet sowie mit den ansonsten auftretenden Problemen der Bestimmung des Belegenheitsstaats.

Ziffer 6 des Musterkommentars zu Artikel 6 OECD-Musterabkommen enthält einen Vorbehalt Frankreichs zu diesem Artikel: Frankreich möchte die Möglichkeit behalten, die Bestimmungen seines innerstaatlichen Rechts anzuwenden, nach denen Einkünfte aus Aktien oder anderen Rechten wie Einkünfte aus unbeweglichem Vermögen besteuert werden. So enthalten auch einige französische DBA, wie beispielsweise Art. 5 Abs. 2 Buchst. b DBA Frankreich / Großbritannien, entsprechende Sonderregelungen: Anteile an einer Gesell-

---

122 Vgl. Vogel/Lehner, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 22.

123 Vgl. Wassermeyer, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 22; Vogel/Lehner, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 23. Eine Ausnahme gilt für sonstige Gesellschaftsanteile i.S.d. Art. 10 Abs. 3 OECD-Musterabkommen. Werden diese nicht den Einkünften aus Aktien steuerlich gleichgestellt, kann Art. 6 Abs. 2 S. 1 OECD-Musterabkommen zur Anwendung kommen. Vgl. Wassermeyer, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 22. Daneben können sich die Gesellschafter dann auf Art. 6 berufen, wenn grundstücksverwaltende Kapitalgesellschaften ihren Gesellschaftern einen direkten Anspruch auf Nutzung des unbeweglichen Vermögens einräumen. Vgl. Vogel/Lehner, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 26.

schaft, deren Vermögen hauptsächlich aus unbeweglichem Vermögen besteht, gelten als in diesem Staat belegenes unbewegliches Vermögen. Neben der Umqualifizierung der Einkunftsart wird somit auch die Quelle der Einkünfte bestimmt. Grundsätzlich gilt jedoch, dass in den Fällen, in denen nach einzelnen DBA Anteile an Grundstücksgesellschaften zum unbeweglichen Vermögen zählen, zur Bestimmung des Orts der Belegenheit auf die Belegenheit der von der Gesellschaft genutzten Grundstücke abzustellen ist und nicht auf den Sitz der Gesellschaft, den Staat ihrer Gründung, die Ansässigkeit des Gesellschafters oder den Ort des Wertpapierdepots.[124]

Für eine auch auf Abkommensebene wirksame Umqualifizierung der Gewinnausschüttungen aus einem REIT in Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung wären wohl entsprechende Regelungen ähnlich wie im o.g. Fall Frankreichs in die jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommen aufzunehmen, was in der Praxis jedoch einen sehr aufwändigen und langwierigen Prozess darstellt. Gleichzeitig muss dann auch im nationalen Recht eine entsprechende Umqualifizierung gegeben sein, denn ein Doppelbesteuerungsabkommen kann grundsätzlich keine Steuerpflicht begründen, sondern lediglich einschränken. Folglich hat die Umqualifizierung auch nur dann im anderen Abkommensstaat Bestand, wenn dort eine entsprechende Regelung im nationalen Recht existiert.

Daneben gilt es zu klären, wie das Besteuerungsrecht zugeteilt wird, wenn sich die von einem REIT gehaltenen Immobilien nicht in Deutschland, sondern im Ausland befinden. Ist die Immobilie entweder im Wohnsitzstaat des ausländischen Gesellschafters oder in einem Drittstaat belegen, so findet Art. 6 des zwischen Deutschland und dem Wohnsitzstaat des Gesellschafters abgeschlossenen Doppelbesteuerungsabkommens auf Basis des OECD-Musterabkommens keine Anwendung. Hier kommt stattdessen Art. 21 Abs. 1 des Abkommens zur Anwendung, wonach das Besteuerungsrecht dem Wohnsitzstaat des Gesellschafters zugeteilt wird. Dann kann sich allerdings wiederum aus einem zwischen dem Wohnsitzstaat und dem Drittstaat abgeschlossenen DBA gemäß Art. 6 OECD-Musterabkommen ein vorrangiges Besteuerungsrecht des Drittstaats ergeben.[125]

Zusammenfassend muss eine Umqualifizierung nur nach deutschem nationalem Recht ohne eine entsprechende Änderung der DBA wohl als treaty override angesehen werden. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass der deutsche Gesetzgeber mit der Formulierung des § 15 Abs. 2 S. 4 InvStG für Erträge aus Vermietung und Verpachtung inländischer Spezial-Sondervermögen diesen Weg bereits einmal beschritten hat.

---

124 Vgl. Vogel/Lehner, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 31.

125 Vgl. Vogel/Lehner, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 33; Wassermeyer, DBA-Kommentar, Art. 6, Rz. 22c.

Im Fall einer Regelung im Investmentgesetz ist außerdem zu berücksichtigen, dass eine umfassende Ergänzung des Investmentgesetzes unverzichtbar wäre, um in den Fällen, in denen die Regelungen des Investmentgesetzes (z.B. bezüglich Anlagevorschriften, Risikomischung etc.) nicht den vorstehend erörterten Anforderungen an einen REIT entsprechen, entsprechende Ausnahmeregelungen vorzusehen. Es ist zudem darauf hinzuweisen, dass eine investmentrechtliche Regelung die Attraktivität von REITs für ausländische Investoren, insbesondere auch für Privatanleger, wegen des geringen Bekanntheitsgrades der investmentrechtlichen Regelungen in Deutschland deutlich verringern könnte.[126]

- *Regelung mit Streubesitzkriterium*

Ein Weg zur Ausschaltung der Problematik des DBA-Schachtelprivilegs und EU-Mutter-Tochter-Richtlinie besteht in der Limitierung der Beteiligungen auf höchstens 9,9 % des Kapitals der Gesellschaft. Die in Abschnitt D.II.2.1 diskutierten fiskalischen Risiken ließen sich damit wirksam begrenzen.

Aus ökonomischer Sicht stellt eine solche rigide Beschränkung der maximalen Beteiligungshöhe aus den in Abschnitt D.I.4 diskutierten Gründen (Problematik des Pooling von Investoren, Qualität der Corporate Governance, Konflikte mit strategischen Zielsetzungen) aber gerade im deutschen Markt ein wesentliches Entwicklungshemmnis dar. Insbesondere für institutionelle Anleger würde eine solche Regelung voraussichtlich eine erhebliche Investitionshürde darstellen, auch wenn sich eine entsprechende Regelung durch Aufteilung des Anteilsbesitzes auf mehrere Zwischengesellschaften überwinden ließe. Auch eine Fristenlösung würde hier keine Abhilfe schaffen, da die in Abschnitt D.I.4 diskutierten ökonomischen Argumente gegen ein Streubesitzkriterium keine temporären, sondern strukturelle Probleme beschreiben. Die Überwachung und Einhaltung eines Streubesitzkriteriums ist darüber hinaus abwicklungstechnisch aufwändig, da sie die Gesellschaft zwingt, z.B. über die Vinkulierung von Namensaktien die Anlegerstruktur zu kontrollieren und ggf. Rückabwicklungen von Börsentransaktionen zu veranlassen. Schließlich ist auch zweifelhaft, ob ein Streubesitzkriterium europarechtlich Bestand haben würde, da dieses möglicherweise gegen die Freiheit des Kapitalverkehrs verstoßen würde.

Wenn trotz dieser Bedenken aus primär steuerlichen Gründen eine Regulierung des Streubesitzes angestrebt werden sollte, dann sollten mögliche Erleichterungen für institutionelle Investoren geprüft werden. In den USA existiert eine vergleichbare Regelung mit dem „Omnibus Budget Reconciliation Act“ von 1993. Danach ist es US-Pensionsfonds möglich,

---

126 Dieses Argument wurde in verschiedenen Expertengesprächen, die im Rahmen dieser Studie durchgeführt wurden, genannt.

die Streubesitzkriterien zu erfüllen, indem die Begünstigten des Fonds steuerlich als Einzelinvestoren eingestuft wurden (Destinatärtheorie). In Deutschland haben Pensionsfonds im Vergleich zu anderen institutionellen Investoren zwar noch eine untergeordnete Rolle. Ein großes Immobilieneinbringungspotenzial liegt jedoch in der Hand der deutschen Lebens- und Sachversicherungen. So wird das Immobilienvermögen der deutschen Assekuranz vom Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft auf ca. 65 Milliarden Euro geschätzt. Davon könnte ein Großteil in REIT-Vermögen umgewandelt bzw. eingebracht werden. Neben dem Umwandlungspotenzial sind die deutschen Versicherungen voraussichtlich auch eine der größten Anlegergruppen, da sie laufend weitere Mittelzuflüsse in Immobilienvermögen anlegen müssen. Ein Streubesitzkriterium mit einer Beteiligungsquote von beispielsweise maximal 9,9 % für deutsche REITs wäre für diese Zielgruppe vermutlich ein wesentliches Hemmnis.

Eine vertiefte Prüfung der Übernahmemöglichkeit entsprechender Regelungen für bestimmte Finanzintermediäre (z.B. Lebensversicherungen, Pensionsfonds) ist aus diesen Gründen zu befürworten. Eine entsprechende Regelung müsste, um nicht zwischen in- und ausländischen Investoren zu diskriminieren, EU-weit gelten. Allerdings ließe sich eine entsprechende Ausnahmeregelung möglicherweise nicht realisieren, ohne dass die davon begünstigten Investoren die DBA-Schachtelprivilegien bzw. – sofern anwendbar – die Quellensteuerbefreiung der Mutter-Tochter-Richtlinie in Anspruch könnten. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob eine Privilegierung einzelner Investorentypen verfassungskonform ist.

Zusammenfassend kann die Alternative eines Streubesitzkriteriums von höchsten 9,9 % zwar als wirksames Instrument zur Aufrechterhaltung des Besteuerungsrechts an den Ausschüttungen deutscher REITs angesehen werden kann. Seiner Implementierung stehen jedoch sowohl gewichtige ökonomische Argumente als auch unsetzungstechnische und möglicherweise europarechtliche Hürden entgegen. Eine Abmilderung der Problematik durch Erleichterungen für institutionelle Investoren ist aus ökonomischer Sicht zwar sinnvoll, würde aber eine Reihe von zusätzlichen rechtlichen Fragen aufwerfen, die hier nicht abschließend geklärt werden können.

- *Zusammenfassende Beurteilung der Ausgestaltungsmöglichkeiten zur Besteuerung der Einkünfte ausländischer Anleger*

Die Analysen haben deutlich werden lassen, dass sich nur schwerlich eine Ausgestaltungsvariante finden lässt, die zugleich ökonomischen Zielen gerecht wird, alle rechtlichen und fiskalischen Risken vermeidet und schnell umsetzbar ist. Zur abschließenden Beurteilung aller Alternativen bedarf es allerdings noch vertiefter juristischer Prüfungen, die im Rahmen des vorliegenden Gutachtens nicht vorgenommen werden konnten. Auf der Basis unserer Analysen ergibt sich folgendes Bild:

Eine Regelung mit vollständiger Körperschaftsteuerbefreiung ohne Höchstbeteiligungsquoten würde einen weitgehenden Verzicht auf die Besteuerung inländischer REIT-Erträge ausländischer Anteilseigner bedeuten, soweit diese Erträge Dividenden darstellen, und insbesondere, soweit sie von DBA-Schachtelprivilegien begünstigt sind. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass ausländische Anleger auch bisher schon über offene Immobilienpublikumsfonds Dividendeneinkünfte im abkommensrechtlichen Sinne im deutschen Immobilienmarkt erzielen konnten. Potenziellen Steuerausfällen sind darüber hinaus positive steuerliche Effekte durch zusätzliche Investitionen in den Immobilienmarkt, die Aufdeckung stiller Reserven und Effizienzgewinne im Immobilienmarkt gegenüber zu stellen.

Eine Umqualifizierung von REIT-Erträgen in Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung würde Deutschland das Besteuerungsrecht zukommen lassen. Sie wäre aber vermutlich abkommensrechtlich problematisch und könnte als unzulässiges treaty override eingestuft werden. Allerdings existiert mit den Immobilienspezialfonds im Investmentsteuerrecht bereits ein Präzedenzfall für eine solche Umqualifizierung, an den man sich anlehnen könnte.

Eine Höchstbeteiligungsquote von 9,9 % würde Steuerausfälle bei ausländischen Anlegern weitgehend und zuverlässig verhindern. Hier sind allerdings erhebliche negative Anreizwirkungen, kostenträchtige Umsetzungsprobleme und möglicherweise auch europarechtliche Probleme (Verstoß gegen die Freiheit des Kapitalverkehrs) gegenüberzustellen. Insbesondere könnten die negativen Anreizwirkungen zukünftigen Steuermehreinnahmen, die aus der Belebung des Immobilienmarktes resultieren, entgegenstehen. Die negativen Anreize für institutionelle Anleger ließen sich ggf. durch Ausnahmeregelungen (z.B. für Finanzintermediäre) abmildern, damit müssen aber weitere rechtliche Risiken in Kauf genommen werden.

D.II.3.2 Besteuerung bei Rechtsformumwandlung und Einbringung von Immobilien in einen REIT

Internationale Praxis: Die europäische Praxis hinsichtlich der Rechtsformumwandlung zeigt folgende Regelungen: In den Niederlanden muss das Vermögen des zum BI Status konvertierenden Unternehmens im vorherigen Steuerjahr auf den Marktwert angehoben werden. Stille Reserven werden mit dem vollen Körperschaftsteuersatz versteuert. In Frankreich und Belgien hingegen wird ein reduzierter Steuersatz angesetzt. In Belgien entspricht dieser verminderte Steuersatz von 20,085 % dem anzusetzenden Steuersatz bei einer Liquidation des Vermögens und ist sowohl bei Umwandlung als auch bei der Fusion eines Nicht-SICAFI mit einem SICAFI anzusetzen. In Frankreich wird der halbe Körperschaftsteuersatz von 19,5 % angesetzt, der auf vier Jahre verteilt zu zahlen ist.

In Japan und in den reiferen Märkten USA, Australien und den Niederlanden gibt es keine grundsätzliche privilegierte Behandlung der stillen Reserven. In Japan wurden im Laufe der Immobilien- und damit verbundenen Bankenkrise erhebliche Wertkorrekturen vorgenommen, sodass es bei der Einführung von REITs vorwiegend keine stillen Reserven gab. Daher war eine begünstigte Auflösung und Besteuerung stiller Reserven in Japan kein kritischer Erfolgsfaktor. In den USA ist allerdings die Möglichkeit der Steueroptimierung durch die UPREIT-Struktur zu berücksichtigen, darüber hinaus entfällt die Besteuerung stiller Reserven, sofern die Immobilien für mindestens zehn Jahre im Bestand des REITs gehalten werden. In Kanada können nur bestehende Trusts zum MFT-Status konvertieren, weshalb keine stillen Reserven aufgelöst werden.

Die steuerliche Behandlung stiller Reserven ist in den internationalen Märkten insbesondere im Rahmen ihrer Entstehungsgeschichte und der jeweils geltenden Rahmenbedingungen zu beurteilen. In Frankreich ist die zeitlich gestaffelte Zahlung der Besteuerung stiller Reserven insbesondere darauf zurückzuführen, dass das Marktpotential von SIICs größtenteils aus bestehenden Immobilienaktiengesellschaften kam. Bei der Umwandlung einer Aktiengesellschaft in einen REIT findet keine tatsächliche Transaktion statt. Die fällige Besteuerung der stillen Reserven muss daher von innen heraus oder durch zusätzliches Kapital bezahlt werden. Um die daraus resultierende Eintrittsbarriere zu minimieren, wurde der Steuersatz ermäßigt und die Besteuerung zeitlich gestaffelt.

In Deutschland ergibt sich das hauptsächliche Marktpotenzial allerdings nicht durch Umwandlung bestehender Immobilien-AGs, da diese nur einen ganz geringen Teil des deutschen Immobilienvermögens halten.

Das Marktpotenzial deutscher REITs ergibt sich folglich primär aus

- den Immobilienbeständen deutscher Unternehmen,
- den Immobilieninvestitionen der deutschen Assekuranz,
- den Wohnungsgesellschaften,
- den Offenen Immobilien-Publikums- und Spezialfonds,
- sowie den Geschlossenen Fonds,
- den Immobilienengagements von Privatinvestoren und
- den Engagements von Immobilienunternehmern und Projektentwicklern.

Voraussichtlich würden nur teilweise bestehende Grundstücksgesellschaften in REITs umgewandelt, der Großteil der Immobilien müsste neu in REITs eingebracht werden.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie entsprechende Transaktionen steuerlich behandelt bzw. privilegiert werden sollten, um eine gewisse Katalysatorwirkung zu erzeugen. Dabei ist insbesondere zwischen der Grunderwerbsteuer und der Besteuerung eventueller stiller Reserven zu differenzieren. Es ist ausdrücklich darauf hinzuweisen, dass steuerliche Erleichterungen dieser Art Subventionscharakter haben, auch wenn langfristig positive Auswirkungen auf das Steueraufkommen erzielt werden können. Insofern laufen entsprechende Erleichterungen dem Kabinettsbeschluss vom 1.10.2003 entgegen, wonach grundsätzlich keine neuen steuerlichen Vergünstigungen gewährt werden sollen. Darüber hinaus ist hinsichtlich der Ausgestaltung dieser Steuervergünstigungen der Gleichheitsgrundsatz nach Art 3 Abs. 1 GG zu berücksichtigen. Eine entsprechende juristische Prüfung übersteigt jedoch den Umfang des vorliegenden Gutachtens.

Empfehlung für Deutschland:

<u>Grunderwerbsteuer:</u> Keine Besteuerung im Falle von Status- und Rechtsformwechseln, dagegen reguläre Belastung mit Grunderwerbsteuer in voller Höhe bei Veräußerung oder Einbringung von Objekten in einen REIT

- *Umwandlung von bestehenden Immobilien-AGs, Wohnungsgesellschaften oder Grundstücksgesellschaften von Privatinvestoren, Unternehmen oder institutionellen Anlegern in REITs, Zusammenschlüsse und Aufspaltungen solcher REITs sowie Umwandlung von Offenen Immobilien-Spezialfonds in REITs*

Unabhängig von der Gesellschafterstruktur sollten bereits bestehende Grundstücksgesellschaften bei der Umwandlung in eine AG mit REIT-Status keine Grunderwerbsteuer zahlen

müssen, da sich lediglich der steuerliche Status, nicht jedoch der rechtliche Eigentümer des Immobilienvermögens ändern würde. Außerdem wurde bereits mit der Ursprungsinvestition Grunderwerbsteuer entrichtet. Auch die Konsolidierung bestehender Grundstücksgesellschaften einhergehend mit einem Rechtsformwechsel (bspw. die Verschmelzung von diversen GmbH & Co. KGs zu einer AG mit REIT-Status) sollte grunderwerbsteuerfrei möglich sein.

Denkbar wäre es auch, bestehenden Offenen Immobilien-Spezialfonds eine grunderwerbsteuervergünstigte Umwandlung in AGs mit REIT-Status zu ermöglichen, um das dort bestehende Konversionspotential zu erschließen. Einen weiteren Ansatzpunkt zur Steigerung der Markteffizienz könnten schließlich Erleichterungen bei der Grunderwerbsteuer im Falle von Zusammenschlüssen von REITs (Mergers) oder die Aufspaltung bestehender REITs (Demergers) darstellen.

- *Veräußerung von direkt oder indirekt gehaltenen Immobilienbeständen durch Privatinvestoren, Unternehmen oder institutionelle Anleger an eine AG mit REIT-Status oder Einbringung von Immobilienbeständen in eine AG mit REIT-Status*

Beim Verkauf von unternehmenseigenen Immobilienbeständen (wie Bürogebäude, Logistikimmobilien oder Wohnungsbestände) an AGs mit REIT-Status entstehen Verkaufserlöse, die der herkömmlichen Grunderwerbsteuerbelastung in Höhe von derzeit 3,5 % des Kaufpreises unterliegen sollten. Diese Kosten sind in voller Höhe durch den REIT zu tragen.

Die Einbringung von bestehenden Immobilien-Direktanlagen durch private oder institutionelle Anleger in AGs mit REIT-Status sollte ebenfalls der herkömmlichen Grunderwerbsteuer unterliegen (bspw. analog zur Behandlung bei Offenen Immobilien-Spezialfonds), auch wenn die Verkäufer zunächst sämtliche Anteile an der erwerbenden AG mit REIT-Status halten würden (Aktivtausch).

<u>Auflösung stiller Reserven</u> im Falle von Status- und Rechtsformwechseln sowie bei Veräußerung oder Einbringung von Objekten in REITs in Verbindung mit einer Streckung der Steuerlast über einen vierjährigen Zeitraum (analog der Regelung in Frankreich) und ggf. reduziertem Steuersatz

- *Umwandlung von bestehenden Immobilien-AGs, Wohnungsgesellschaften oder Grundstücksgesellschaften von Privatinvestoren, Unternehmen oder institutionellen Anlegern in REITs sowie Umwandlung von Offenen Immobilien-Spezialfonds in REITs*

Bestehende Grundstücksgesellschaften sollten im Jahr vor der Umwandlung wie in den Niederlanden den REIT-Status wählen und in ihrem abgeschlossenen Geschäftsjahr die Immo-

bilien zum Verkehrswert ansetzen müssen. Bei Konversion zum REIT sollten zwingend die zum Stichtag vorhandenen Gewinnvorträge wie in den USA aufgelöst und an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Zudem sollten zwingend die stillen Reserven aufgelöst werden. Verlustvorträge sollten entsprechend verrechnet werden.

Um die Konversion zu erhöhen, sollten ggf. Anreize in Form eines reduzierten Körperschaftsteuersatzes gegeben werden und die Zahlung der Steuer aus Liquiditätsgründen über einen vierjährigen Zeitraum gestreckt werden können. In Anlehnung an das französische Modell wäre eine hälftige Besteuerung der stillen Reserven vorstellbar. Die Frist der Steuerbegünstigung sollte zeitlich begrenzt werden, um für ein entsprechendes Momentum am Anlagemarkt zu sorgen. Außerdem würde diese Fristenregelung die notwendige Zeit für Portfoliorestrukturierungen und REIT-Gründungen einräumen. Dadurch würden das unmittelbare Konversionspotential und das daraus resultierende Steueraufkommen zusätzlich erhöht. Sollte das vorab bereits intensiv diskutierte Streubesitzkriterium nicht entfallen können, ist diese Anlauffrist zwingend erforderlich, damit die Investoren sich mit der komplexen Strukturierungsaufgabe beim Poolen von AGs mit REIT-Status auseinandersetzen können. Bei Offenen Immobilien-Spezialfonds sollten durch die Konversion in den AG/REIT-Status keine steuerlichen Nachteile entstehen.

- *Veräußerung von Immobilienbeständen an REITs oder Einbringung von Unternehmensimmobilien als Sacheinlage in REITs*

Der Verkauf von Liegenschaften an AGs mit REIT-Status sollte steuerlich begünstigt werden, um die gewünschten Mobilisierungseffekte zu erreichen. Bei der Einbringung von unternehmenseigenen Immobilienbeständen (wie Bürogebäude, Logistikimmobilien oder Werkswohnungsbestände) sollten eventuell aufgedeckte stille Reserven ebenfalls steuerlich begünstigt werden. Hier würde sich ebenfalls ein Vorgehen analog zum französischen Modell anbieten. Für den Fiskus könnte die steuerbegünstigte Aufdeckung stiller Reserven einen beachtenswerten Barwertvorteil haben, denn über den vierjährigen Einführungszeitraum könnten durch REIT-induzierte Transaktionen stille Reserven in substanzieller Größenordnung gehoben werden, die ohne eine entsprechende Regulierung auf absehbare Zeit mit großer Wahrscheinlichkeit nicht realisiert werden würden.[127] Eine hinreichend genaue, wissenschaftlich fundierte Abschätzung der realisierten Steueraufkommenseffekte ist auf der Basis der verfügbaren Daten aber nicht möglich.

---

[127] Vgl auch Abschnitt E.II.4.

E Einschätzung des Marktpotenzials für REITs in Deutschland

Die folgenden Abschnitte geben eine überschlägige Abschätzung des Volumens eines prospektiven REIT-Marktes in Deutschland. Nach einer allgemeinen Einschätzung des Marktpotenzials auf der Basis einer Umfrage unter Finanzmarktanalysten institutioneller Anleger werden Einschätzungen zu den Angebots- und Nachfragepotenzialen der wichtigsten Akteure in diesem Markt gegeben. Private Haushalte und die Versicherungswirtschaft repräsentieren die wichtigsten Anlegergruppen. Das Potenzial an Bestandsimmobilien, die in einen REIT eingebracht werden könnten, rekrutiert sich vor allem aus den Bereichen der Wohnungswirtschaft und der Unternehmensimmobilien. Zugleich können die letztgenannten Sektoren auch als weitere potenzielle Anleger in REITs angesehen werden.

E.I Allgemeine Einschätzung auf Basis des ZEW-Finanzmarkttests

Das ZEW befragt monatlich Analysten von Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Erwartungen zur Entwicklung der Konjunktur und der Finanzmärkte im Rahmen seines ZEW-Finanzmarkttests. Im Januar 2005 wurden die Finanzmarkttest-Teilnehmer zusätzlich gebeten, das Marktpotenzial von deutschen REITs einzuschätzen. An der Beantwortung dieser Sonderfrage beteiligten sich 244 Analysten.

- *Positive Einschätzung des Marktpotentials*

In einer Eingangsfrage sollte zunächst das Marktpotenzial generell beurteilt werden. Hier vermutet ein knappes Viertel der Befragten (24 %), dass das Marktpotenzial klein sei. Die große Mehrheit – 76 % der Befragten – prognostizieren dagegen ein mittleres bzw. großes Marktpotenzial (Abbildung 31).

- *Sowohl Ersatz- als auch Komplementärrolle für REITS erwartet*

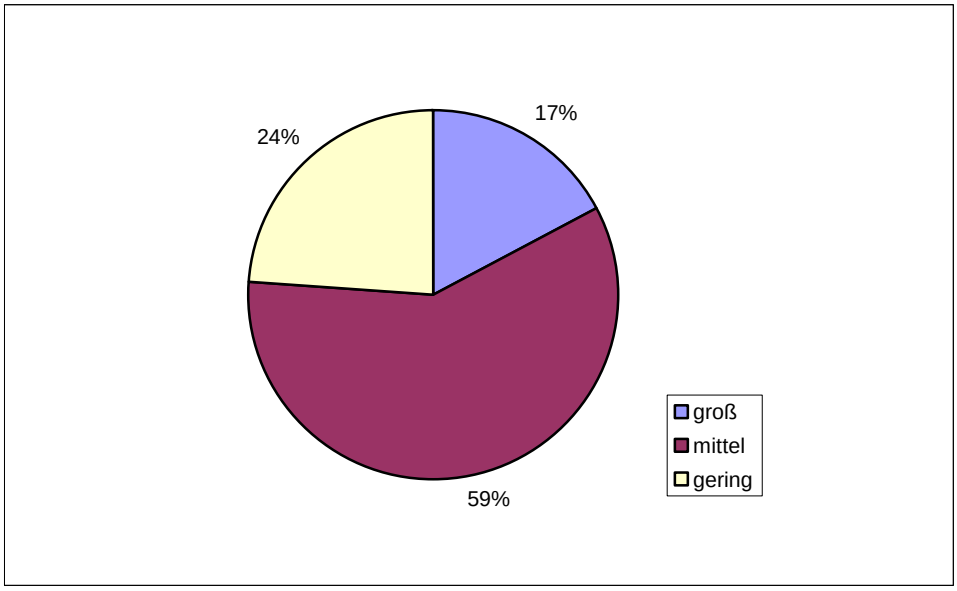
Der von Immobilienfonds abweichenden Konzeption der REITs entsprechend, gehen 57 % der Anleger davon aus, dass REITs eher eine Ergänzung zu Immobilienfonds darstellen. Immerhin 43 % gehen aber davon aus, dass dieses Marktsegment vor allem auf Kosten des Fondsmarktes wachsen würde (Abbildung 32).

- *Anlegerschaft dürfte tendenziell eher Institutionelle Investoren umfassen*

Differenziert man zusätzlich nach Anlegergruppen, so zeigt sich eine etwas größere Attraktivität des Marktes für institutionelle Anleger: So gehen knapp 47 % der Befragten davon aus, dass REITs für Institutionelle ein interessantes Anlageinstrument sein würden, 37 % halten den Markt sogar für hochinteressant für diese Anlegergruppe. Mehr als ein Viertel der Antwortenden halten REITs dagegen für nicht interessant für Privatanleger. Immerhin 50 %

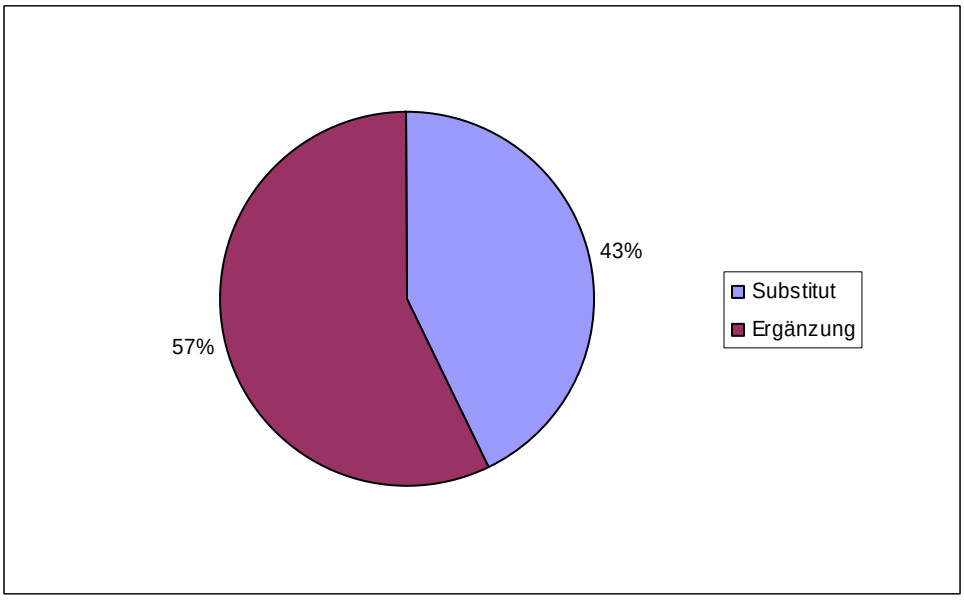
sehen REITs aber als interessantes Anlagevehikel für den Privatanleger, weitere 24 % halten sie sogar für sehr attraktiv (Abbildung 33).

Abbildung 31: Wie schätzen Sie das Marktpotenzial von deutschen REITs ein?



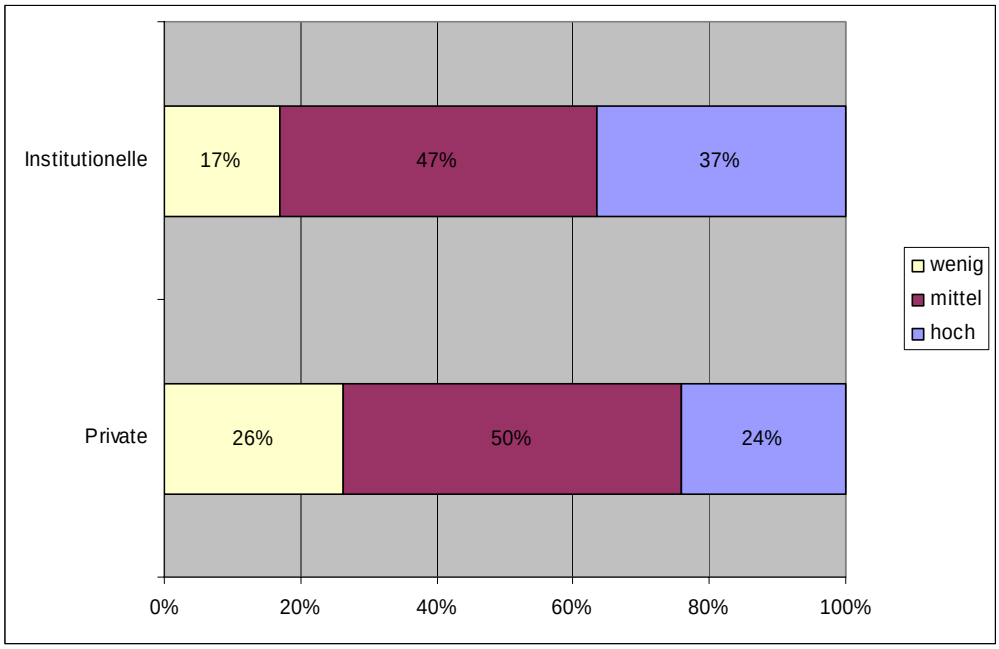
Quelle: ZEW-Finanzmarkttest, Januar 2005.

Abbildung 32: Würde dieses Marktsegment auf Kosten der bislang dominierenden Immobilienfonds wachsen oder wäre es eher eine Ergänzung?



Quelle: ZEW-Finanzmarkttest, Januar 2005.

Abbildung 33: Wie interessant wären deutsche REITs für private und institutionelle Anleger?



Quelle: ZEW-Finanzmarkttest, Januar 2005.

E.II Einschätzung des Potenzials für einzelne Sektoren

Die folgenden Überlegungen basieren auf einer Abschätzung der jährlich in einzelnen Sektoren neu anzulegenden Volumina bzw. der Konversionswahrscheinlichkeiten von Beständen. Bezüglich der Stromgrößen handelt es sich um Bruttogrößen - soweit diese statistisch ausgewiesen sind –, d.h. um die jedes Jahr in die entsprechenden Anlageformen fließenden Mittel ohne Berücksichtigung von Abflüssen. Diese Bruttozuflüsse sind eine bessere Orientierungsgröße für das Potenzial eines prospektiven REIT-Marktes als Nettogrößen, da zu erwarten ist, dass ein erheblicher Teil des Marktvolumens durch Umschichtungen aus bestehenden Anlageformen realisiert werden würde.

E.II.1 Anlagepotenzial Private Haushalte

Die Anlagebereitschaft privater Haushalte in REITs lässt sich nur schwer abschätzen: Anhaltspunkte geben einerseits die Aktieninvestments der Privaten, andererseits ihre Anlagen in Offene und Geschlossene Immobilienfonds. Wie im Abschnitt C.II herausgearbeitet, stellen REITs zwar kein Substitut für Offene oder Geschlossene Immobilienfonds dar und sind auch kein Substitut für Aktien oder Rentenwerte. Allerdings kann vermutet werden, dass ein Teil der jährlich in Aktien und indirekte Immobilienanlagen investierten Volumina auch einem REIT-Segment zugute kommen würde. Dies haben auch die Ergebnisse des ZEW-

Finanzmarkttests bestätigt.[128] Insbesondere für die Anlagen in Immobilienfonds kann vermutet werden, dass sie zu einem großen Teil getätigt wurden, um an der Immobilienmarktentwicklung partizipieren zu können (und nicht zur vorübergehenden Haltung von Überschussliquidität verwendet wurden). Es ist anzunehmen, dass sich ein Teil dieser langfristig orientierten Anleger auch einer Anlage in REITs zuwenden würde.

Das Gesamtvermögen Offener Immobilien-Publikumsfonds belief sich Ende 2003 auf rund 88 Mrd. Euro. Der Mittelzufluss betrug im Durchschnitt der letzten 5 Jahre rund 15,4 Mrd. Euro p.a.[129] Der Bestand Geschlossener Fonds belief sich Ende 2003 auf 159 Mrd. Euro, der Eigenkapitalzufluss in Geschlossene Fonds lag bei 4,9 Mrd. Euro p.a. im Durchschnitt der letzten 5 Jahre. Davon wurde 2,6 Mrd. Euro in deutsche Fonds investiert.[130]

Für die Aktieninvestitionen der privaten Haushalte liegen nur Nettozahlen vor: Die Nettoinvestitionen dieses Sektors in Aktien waren in den letzten Jahren als Folge des Einbruchs der Börsenkurse negativ. Insofern kann nur der Aktienbestand der privaten Haushalte Anhaltspunkte für das Marktvolumen geben: Im Jahr 2003 hielten die privaten Haushalte Aktien als Direktanlage in Höhe von 231 Mrd. Euro.[131] Bei einer Umschlagshäufigkeit von nur 10 % der Depots p.a. ergäben sich daraus 23 Mrd. Euro jährliches Transaktionsvolumen, das potenziell für eine Anlage in REITs zur Verfügung stünde.

Wie hoch das Anlagevolumen wäre, das letztlich aus indirekten Immobilienanlagen oder Aktien in REITs fließen würde, kann auf der Basis der vorliegenden Daten kaum abgeschätzt werden. Das größte Potenzial liegt vermutlich im Bereich der Offenen und Geschlossenen Fonds: Geht man hier von einer Quote von 10 - 30 % der Neuanlagen aus, die in REITs fließen würden, käme dies einem jährlichen Anlagepotenzial zwischen 2,5 und 7,5 Mrd. Euro gleich. Hinzu kommt das Anlagepotenzial aus Aktien. Es ist demnach nicht unrealistisch, dass allein aus den jährlichen Neuanlagen privater Haushalte ein Volumen realisiert werden kann, dass der aktuellen Marktkapitalisierung des deutschen Immobilienaktienindex DIMAX entspricht.

---

128 Vgl. Abschnitt E.I.

129 Vgl. Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Anteilsscheinverkauf brutto 1999 – 2003.

130 Quelle: Loipfinger (2004).

131 Deutsche Bundesbank (2004), S. 54.

Tabelle 49: REIT-affines Anlagepotenzial privater Haushalte (Übersicht)

Bestände	Zuflüsse (brutto) (Mrd. Euro)	Bestände (Mrd. Euro)
Aktien	23 (geschätzt)	231
offene Immobilienfonds	15,4	88
geschlossene Immobilienfonds	4,9 (2,6 Inland, geschätzt)	159 (kumuliertes Platzierungsvolumen)
Summe	43,3 (41,0 Inland)	478

Erläuterungen und Quellen siehe Text, ZEW-Berechnungen.

E.II.2 Marktpotenzial aus der Versicherungswirtschaft

Das Anlagepotenzial von Versicherungsunternehmen im Immobilienmarkt ist groß. Die deutsche Versicherungswirtschaft verfügte 2003 über einen Immobilienanteil von knapp 5 % ihres gesamten Anlagevermögens.[132] Dies entspricht einem Volumen von rund 49 Mrd. Euro zu Buchwerten (Zahlen für 2003). Diese Anlagen teilen sich auf in 21,5 Mrd. Euro Direktanlagen[133] (Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte) und rund 27,5 Mrd. Euro indirekte Immobilienanlagen, von denen ca. 10,5 Mrd. Euro in Offenen Immobilienspezialfonds gehalten werden.[134]

Im Durchschnitt der letzten fünf Jahre investierten die deutschen Versicherungsunternehmen rund 2,1 Mrd. Euro jährlich direkt in Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte.[135] Unterstellt man eine identische Relation von direkter zu indirekter Immobilienanlage wie im Bestand 2003, so ergibt sich ein Volumen der indirekten Immobilienneuanlage p.a. von rund 2,7 Mrd. Euro. In der Summe ergibt sich ein Anlagevolumen von insgesamt rund 4,8 Mrd. Euro je Jahr.

Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die deutsche Versicherungswirtschaft seit einigen Jahren einen erheblichen Teil ihrer Immobilieninvestments im Ausland tätigt. Wie groß dieser Anteil ist, ist aus den verfügbaren Statistiken nicht ersichtlich. In Expertengesprächen, die im Rahmen dieser Studie mit Vertretern der Versicherungswirtschaft geführt wurden, wurde der Marktwert des Immobilienanlagevolumens der deutschen Assekuranz mit ca. 65 Mrd. Euro beziffert. Zugleich wurde deutlich, dass die Versicherungswirtschaft ein großes

---

132 Vgl. Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Jahrbuch 2004, S. 136.

133 Vgl. Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Statistisches Taschenbuch, Tab. 14.

134 Vgl. Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Daten für Okt. 2004.

135 Vgl. Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Statistisches Taschenbuch, Tab. 15.

Interesse an der Einführung von REITs hat und insbesondere einen erheblichen Teil ihrer Immobilienanlagen und der Beteiligungen an Offenen Immobilien-Spezialfonds in ein solches Instrument umschichten könnte.[136]

Tabelle 50: REIT-affines Anlagepotenzial der Versicherungsunternehmen

Bestände	Zuflüsse (brutto) (Mrd. Euro)	Bestände (Mrd. Euro)
Direkte Anlagen	2,1	21,5
Indirekte Anlagen	2,7 (geschätzt)	27,5 (geschätzt)
Summe	4,8	49

Erläuterungen und Quellen siehe Text, ZEW-Berechnungen.

E.II.3 Marktpotenzial aus der Wohnungswirtschaft

In Deutschland werden ca. 5 Mio. Wohnungen von Wohnungsbaugesellschaften gehalten, die 1990 aus der Gemeinnützigkeit entlassen worden sind. Hierzu zählen sowohl kommunale und landeseigene Gesellschaften als auch genossenschaftliche und solche, die in einem gemischten Eigentum befindlich sind.

Wenngleich ursprünglich viele dieser Gesellschaften einen Auftrag zur Versorgung breiter Bevölkerungsschichten hatten, hat sich in den letzten Jahren – rechtlich von der Überführung aus der gemeinnützigen in die freie Wohnungswirtschaft begleitet – die Ausrichtung auf die gewinnmaximierende Befriedigung von Kundenbedürfnissen verlagert. Hintergrund für diese Entwicklung ist einerseits der Marktwandel von einem Vermieter- zu einem Mietermarkt, die allgemeine Zunahme privater Einkommen und privaten Vermögens sowie die strukturellen Defizite öffentlicher Haushalte.

Rechtlich sind die Wohnungsbaugesellschaften Kapitalgesellschaften bzw. Genossenschaften. In beiden Fällen ist aufgrund der passiven Eigentümerschaft von einem die Effizienz fördernden Druck auf die Geschäftsleitung nicht auszugehen. Ein solcher war bei der bisherigen Ausrichtung auch nicht sinnvoll und bei einem Vermietermarkt und fehlender Renditeausrichtung auch nicht notwendig. Die neue Konstellation erhöht konsequenterweise bei vielen Eigentümern und Trägern der Gesellschaften die Absicht, Wohnungsbaugesellschaften zu privatisieren. Erste Privatisierungen (GAGFAH, GSW etc.) haben stattgefunden.

---

136 Im Rahmen der Studie wurde ein Informationsgespräch geführt mit Bernhard Berg, Vorsitzender der Geschäftsführung, AMB Generali Immobilien GmbH, Dr. Knut Riesmeyer, Geschäftsführer, MUNICH ERGO AssetManagement GmbH, Markus Königstein, Prokurist, Abteilungsleiter Portfoliomanagement Immobilien, R+V Versicherungsgruppe, und Dr. Ulrich Krüger, Leiter der Abteilung Kapitalanlagen, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft.

REITs können als Vehikel bei der Umgestaltung des ehemals gemeinnützigen Sektors eine entscheidende Rolle auch und gerade jenseits steuerlicher Erwägungen, die aufgrund der besonderen Übergangsfristen – Stichwort EK02 – nur eine untergeordnete Bedeutung haben, spielen. Einerseits können REITs als Exit für Käufer von Wohnungsbaugesellschaften dienen, was die Kaufpreise für die Wohnungsbaugesellschaften erhöhen würde: Wenn opportunistische Käufer von Wohnungsbaugesellschaften, die sowohl das Portfolio als auch den Betrieb mit dem Ziel einer Optimierung umstrukturieren, im Anschluss ein geeignetes Vehikel für ein Going Public erhalten, so können diese mit einem höheren Verkaufspreis rechnen und sollten im Rahmen eines Wettbewerbs auch höhere Preise für Wohnungsbaugesellschaften zu zahlen bereit sein.

REITs können aber gerade auch für die Wohnungswirtschaft von Bedeutung sein, da eine Teilprivatisierung ohne den Umweg über opportunistische Zwischenerwerber möglich ist und sinnvoll erscheint. In den Vereinigten Staaten haben sich REITs nicht bei besonders riskanten Immobilien, sondern bei besonders managementintensiven Immobilien im Markt durchsetzen können. Die Nutzung Wohnen kann als relativ risikoarme, doch managementintensive Nutzung eingestuft werden. Zugleich sind die Portfolien der Wohnungsbaugesellschaften in der Regel recht homogen, womit ohne größere Portfolioumschichtungen themenorientierte REITs entwickelt werden könnten. Darüber hinaus verfügen diese Gesellschaften über gewachsene Managementstrukturen und bestehen seit langem am Markt. Bei Annahme eines REIT-Status wäre eine Teilprivatisierung im Rahmen eines IPO eine mögliche und geeignete Reaktion auf die Herausforderungen, die sich im Zuge des Wandels von einem Versorgungsauftrag hin zu einer Kundenorientierung ergeben.

Eine Analyse des REIT-Potenzials aus der *gesamten* Wohnungswirtschaft ergibt ein Potenzial von rund 110 Mrd. Euro Eigenkapital und ein Gesamtvolumen von rund 242 Mrd. Euro, das langfristig in REITs konvertiert werden könnte.

Tabelle 51: REIT-Potenzial Wohnungswirtschaft

Durchschnittswerte		
Fläche	Miete	Miete
m²	€/m²	€ p.a.
60.7	4.27	3,110

	Anzahl WE (Mio.)	Marktwert 11-fach	Fremd-kapital 6-fach	Eigenka-pital 5-fach	REIT-Potenzial	REIT-Volumen (Marktw.)	REIT-Volumen (EK)
Genossenschaften	2,282	78.07	42.59	35.49	30 %	23.42	10.65
Kommunale WU	2,744	93.88	51.21	42.67	60 %	56.33	25.60
Öffentliche WU	390	13.34	7.28	6.07	60 %	8.01	3.64
Privatwirtschaftliche WU	2,597	88.85	48.46	40.39	60 %	53.31	24.23
Kirchen	137	4.69	2.56	2.13	15 %	0.70	0.32
Private, Banken, Fonds, etc.	10,386	355.34	193.82	161.52	10 %	35.53	16.15
Sonstige	1,613	55.19	30.10	25.08	70 %	38.63	17.56
Einliegerwohnungen	3,405	116.50	63.54	52.95	0 %	0.00	0.00
Ein- und Zweifamilienhäuser	12,249	419.07	228.59	190.49	5 %	20.95	9.52
Geschosswohnungen	2,881	98.57	53.76	44.80	5 %	4.93	2.24
Summe	**38,684**	**1,323**	**722**	**602**		**242**	**110**

Quelle: GDW, ebs-Berechnungen. Alle Angaben in Mrd. Euro, Potenzial und Multiplikatoren: ebs-Schätzungen, Mietpreise für Ein- und Zweifamilienhäuser vermutlich unterschätzt.

E.II.4 Konversion von Unternehmensimmobilien

Im Zusammenhang mit der Einführung von REITs wird intensiv die sog. Mobilisierung von Unternehmensimmobilien diskutiert. Hintergrund ist die Beobachtung, dass Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern über eine hohe Eigennutzerquote bei Gewerbeimmobilien verfügt, die mit Ineffizienzen hinsichtlich der Immobilienbewirtschaftung verbunden sein kann. Als wesentliches Argument für diese hohe Eigennutzerquote wird häufig der Lock-in-Effekt der stillen Reserven angesehen: Sofern auf Immobilien hohe stille Reserven liegen – ihre Buchwerte also wesentlich geringer als ihre tatsächlichen Verkehrswerte sind – wären diese bei einem Verkauf zu versteuern. Um diese Steuerzahlung amortisieren zu können, muss ein entsprechender Mehrertrag in einer alternativen Verwendung des durch den Immobilienverkauf freigesetzten Kapitals erzielt werden.

Die Vorteilhaftigkeit einer Steuerermäßigung bei der Aufdeckung stiller Reserven aus investitionsrechnerischer Sicht lässt sich wie folgt verdeutlichen: Eine Auflösung stiller Reserven lohnt sich nur, wenn der daraus resultierende Zusatzertrag nach Steuern ausreicht, um die aus der Auflösung resultierende Steuerschuld wirtschaftlich zu rechtfertigen. Eine Beispielrechnung verdeutlicht die dabei zu berücksichtigenden Einflussfaktoren: Ausschlaggebend ist die Differenz zwischen der Ertragsrate auf das Immobilienvermögen eines Unternehmens

und der Ertragsrate, die es auf dieses Kapital bei alternativer Verwendung erzielen würde. Die erforderliche Renditedifferenz hängt ab von der Höhe der steuerpflichtigen stillen Reserven in Relation zum Buchwert der Immobilie und den Steuersätzen auf die stillen Reserven sowie der Grunderwerbsteuer auf den Verkehrswert.

In einer einfachen Überschlagsrechnung lässt sich errechnen, welche alternative Verzinsung der Sachanlagen erforderlich wäre, um die sich aus stillen Reserven ergebende Steuerschuld zu amortisieren. Dazu wird der Barwert der durch das zusätzliche Eigenkapital erzielten Erträge abzüglich der Kosten für die Anmietung der Immobilie (Sale and lease back) errechnet (rechter Term in Formel 1) und mit der Steuerlast auf die stillen Reserven (STR* tax_{str}) gleichgesetzt. Als Diskontierungsfaktor wird die Vorsteuerrendite auf das Eigenkapital verwendet.

In formaler Darstellung ergibt sich mit

i_{ai} = Ertragsrate alternative Investitionen

i_{im} = Ertragsrate Immobilien

tax = Ertragsteuern normal

tax_{str} = Steuersatz stille Reserven (inkl. Grunderwerbsteuer)

tax_{gew} = Grunderwerbsteuer

BW = Buchwert

STR = Stille Reserven

$$(1)\ STR * tax_{str} = \frac{(i_{ai} - i_{im}) * (1 - tax) * ((STR * (1 - tax_{str}) + BW * (1 - tax_{gew}))}{i_{ai}}$$

bzw. nach Umformung

$$(2)\ i_{ai} = i_{im} / \left[1 - \frac{STR * tax_{str}}{(1 - tax) * ((STR * (1 - tax_{str}) + BW * (1 - tax_{gew}))} \right]$$

Tabelle 52 und Abbildung 34 verdeutlichen, dass die Höhe des Steuersatzes auf die stillen Reserven erheblichen Einfluss auf die Höhe der Alternativrendite hat, die erzielt werden muss, um die Steuerlast amortisieren zu können. Die Dynamik in diesem Modell ergibt sich wesentlich aus dem Diskontierungsfaktor für den Barwert. Es wird unterstellt, das ein Unternehmen, das eine entsprechend hohe Rendite generiert, auch seine künftigen Erträge mit dieser hohen Ertragsrate diskontiert, bzw. zunächst entsprechend hohe Einbußen durch die Zahlung der Steuerlast auf die stillen Reserven hinzunehmen hat.

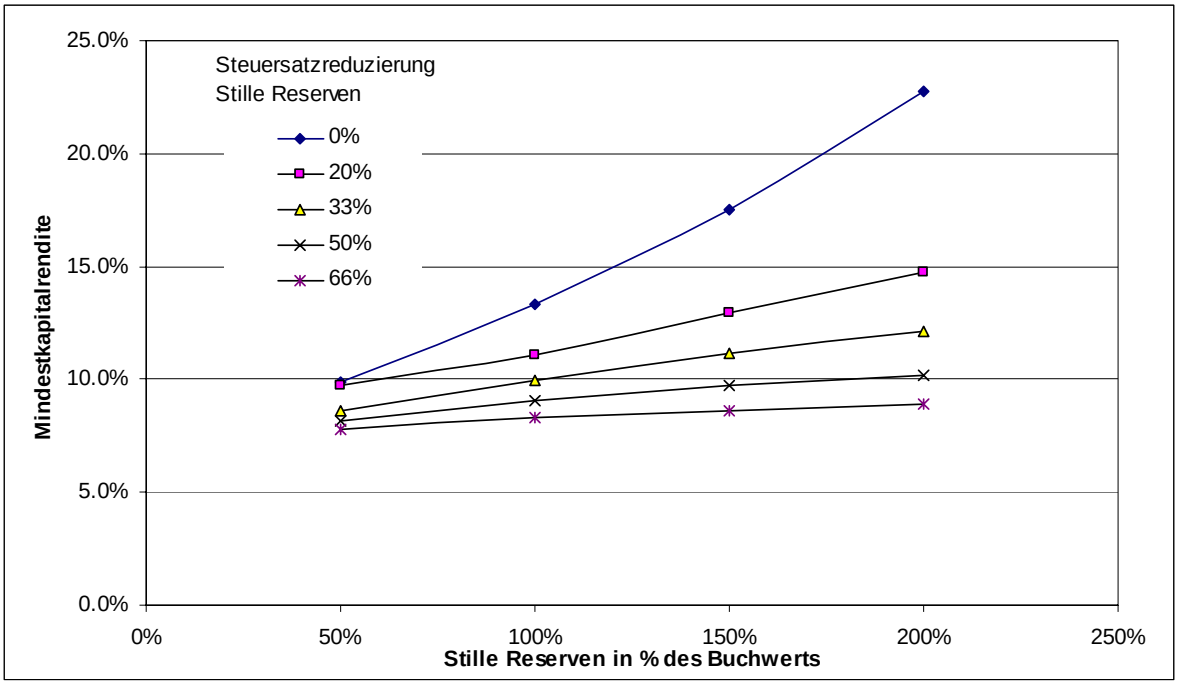
Die Beispielrechnung verdeutlicht, dass insbesondere die Höhe der stillen Reserven in Relation zum Buchwert ausschlaggebend für die Höhe der erforderlichen Rendite in der Alternativverwendung der durch einen Immobilienverkauf erlösten Mittel ist. Die erforderliche Eigenkapitalrendite steigt nicht-linear mit der Höhe der stillen Reserven in Relation zum Buchwert, die Steigung dieser Kurve wird vor allem durch den Diskontierungsfaktor auf die zusätzlich erzielten Erträge bestimmt. Es zeigt sich außerdem, dass eine Senkung des Ertragssteuersatzes auf die stillen Reserven in erheblichem Umfang – und zwar ebenfalls nicht-linear – zur Verringerung der erforderlichen Zusatzrendite beitragen kann.

Tabelle 52: Erforderliche Alternativkapitalrendite vor Steuern

	Höhe der stillen Reserven in Relation zum Buchwert				
Reduzierung des Ertragssteuersatzes auf stille Reserven		50 %	100 %	150 %	200 %
	0 %	9.9 %	13.3 %	17.5 %	22.7 %
	20 %	9.7 %	11.1 %	12.9 %	14.7 %
	33 %	8.6 %	10.0 %	11.1 %	12.1 %
	50 %	8.2 %	9.0 %	9.7 %	10.2 %
	66 %	7.8 %	8.3 %	8.6 %	8.9 %

Quelle: ZEW-Berechnungen. Annahme: Ertragsteuern 40 %, Grunderwerbsteuer 3,5 %, Ertragsrate = Kosten Immobilien 7 % p.a. vor Steuern

Abbildung 34: Erforderliche Alternativkapitalrendite vor Steuern



Quelle: ZEW-Berechnungen. Annahmen siehe Tabelle 52.

Diese stark vereinfachende Beispielrechnung zeigt zunächst, dass das Argument eines steuerlichen Lock-in-Effekts bei hohen stillen Reserven grundsätzlich plausibel ist, weil ggf.

Anforderungen an die Alternativrendite von Investitionen gestellt werden müssen, die nicht erfüllt werden können.

Daten aus der amtlichen Statistik zur Höhe der stillen Reserven auf Unternehmensimmobilien und ihren Relationen zum Buchwert liegen nicht vor. Einen Anhaltspunkt geben die Schätzungen der Initiative Finanzstandort Deutschland. Hier wird der Marktwert der gewerblichen inländischen Büroimmobilienbestände der 200 größten deutschen Unternehmen auf ca. 120 Mrd. Euro beziffert, hinzu kommen Industrie- und Gewerbeflächen. Die stillen Reserven auf die Büroimmobilien werden auf rund 50 % der Marktwerte geschätzt, diese Rechnung ergibt sich aus den kumulierten Abschreibungen auf die Immobilienbestände.[137] Dies entspricht einer durchschnittlichen Relation von Buchwerten zu stillen Reserven von rund 100 %. In obiger Beispielrechnung würde daraus eine erforderliche Mehrrendite von 6,3 Prozentpunkten (13,3 % minus 7 %) der alternativen Investitionsmöglichkeiten resultieren. Diese Zusatzrendite ließe sich durch eine Verringerung des Ertragsteuersatzes auf die stillen Reserven um 50 % auf 2 Prozentpunkte senken.

Diese Rechnung verdeutlicht – auch wenn sie stark vereinfachend ist –, dass unter den von der IFD getroffenen Annahmen ggf. mit einer erheblichen Mobilisierungswirkung des reduzierten Ertragsteuersatzes zu rechnen ist. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass in einer Reihe von Fällen keine Angaben zu den kumulierten Abschreibungen vorlagen. Die stillen Reserven sind also einerseits möglicherweise unterschätzt. Andererseits ist aber auch fraglich, ob eine Kumulierung der bisherigen Abschreibungen tatsächlich im Durchschnitt – insbesondere in der gegenwärtigen Phase des Büroimmobilienmarktes, der eher durch Überkapazitäten gekennzeichnet ist – eine gute Approximation der stillen Reserven darstellt. Diesen Abschnitt zusammenfassend kann auf der Basis der vorliegenden Daten keine verlässliche quantitative Schätzung über die Mobilisierungspotenziale im Markt für deutsche Unternehmensimmobilien abgegeben werden. Beispielrechnungen zeigen, dass die Höhe der Ertragsteuersätze auf stille Reserven unter bestimmten Annahmen tatsächlich ein Hemmnis für den Verkauf von Unternehmensimmobilien sein kann. Belastbare Daten zur Kalibrierung eines solchen Modells liegen jedoch nicht vor.

E.III Zusammenfassung

Die quantitativen Abschätzungen des Anlegerpotenzials haben ergeben, dass auf Seiten der privaten Haushalte und der Versicherungsunternehmen als den wichtigsten Anlegergruppen im Markt vermutlich ein erhebliches Anlagepotenzial für REITs vorhanden ist. Abschätzungen aus dem Bereich der unternehmerischen Wohnungswirtschaft und für den Sektor der

---

[137] Vgl. REIT-Initiative der IFD (mimeo), Zusammenfassung der fiskalischen Auswirkungen, Frankfurt, den 6.12.2004.

Unternehmensimmobilien ergeben, dass hier durchaus ein erhebliches Potenzial für eine Einbringung in REITs vorhanden ist, das zu erwartende Kapitalangebot also auch auf eine entsprechende Nachfrage (bzw. ein zu finanzierendes Volumen von Investment-Grade-Immobilien) stoßen würde.

Angesichts der unzureichenden Datenlage sind aber alle Schätzungen – sowohl zur Kapitalangebots- als auch zur Nachfrageseite – mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die zu erwartenden Effekte einer Einführung von REITs im Hinblick auf das realisierte Marktvolumen und die daraus resultierenden Steueraufkommenseffekte können insbesondere deshalb nicht genauer abgeschätzt werden, weil die tatsächlichen Wirkungen entsprechender fiskalischer Anreize stark von der zyklischen Entwicklung des Immobilienmarktes in seinen einzelnen Marktsegmenten und auch von der Ausgestaltung der Anreize im Detail abhängen. Bei der Gestaltung und Beurteilung der gesetzlichen Rahmenbedingungen sollte auf jeden Fall berücksichtigt werden, dass die Entwicklung eines REIT-Marktes eine erhebliche Anlaufzeit benötigen wird und sich die aufgezeigten Potenziale möglicherweise erst auf mittlere Sicht realisieren lassen.

F Verzeichnisse

F.I Literaturverzeichnis

Allendorf, G., S. Bone-Winkel, S.- E. Ropeter-Ahlers, K.- W. Schulte und R. Sotelo (2004), Immobilieninvestitionen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Immobilienökonomie, 3. Aufl., München 2004, S. 627-710.

Ambrose, B. W. und P. Linneman (2001), REIT organizational structure and operating characteristics, The Journal of Real Estate Research, Vol. 21, Nr. 3, S. 141-162.

Bastian , N. (2004), In Japan boomen die Immobilienaktien, Handelsblatt, 10.12.2004.

Bernstein, J. und B. J. Worndl (2004), Real Estate Investment Trusts, http://www.abanet.org/rppt/meetings_cle/joint2004/JointSectionPrograms/TrendsinForeignRealEstateInvestment/JackBernsteinBarbaraWorndl.pdf, Abrufdatum: 17.05.2004.

Berry, J., S. McGreal, K. Sieracki, R. Sotelo (1999), An assessment of property investment vehicles with particular reference to German funds, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 17, No. 5 1999, S. 430-443.

Bierbaum, D. (2003), Immobilien in institutionellen Portefeuilles, in: Leser, H. und R. Markus (Hrsg.), Handbuch Institutionelles Asset Management, Wiesbaden, S. 599 - 606.

Black, T. J. (1995), The REIT Renaissance - The Corporatization of Income-Producing Real Estate, Washington D.C..

Böcker, B. (2004), Japanische Immobilien locken Ausländer an, Börsen-Zeitung, 23.12.2004.

CAIF Canadian Association of Income Funds (2005a), Draft Budget 2004 Legislation, http://www.caif.ca/content/CAIF_Submission15Oct04v2.pdf, Abrufdatum: 22.01.2005.

CAIF Canadian Association of Income Funds (2005b), Press Release: 6. 12., 2004 - Statement by Stephen Probyn, Chairman, Canadian Association of Income Funds (CAIF) regarding Government's announcement pertaining to foreign ownership of income trusts, http://www.caif.ca/content/CAIF_PressRelease041206.htm, Abrufdatum: 22.01.2005.

Campbell, R. D. und C. F. Sirmans (2002), Policy implications of structural options in the development of real estate investment trusts in Europe, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 20, Nr. 4, S. 388-405.

Cannon, S. E. und S. Vogt (1995), REITs and their management: An analysis of organizational structure, performance and management compensation, The Journal of Real Estate Research, Vol. 10, Nr. 3, S. 297-318.

CIPREC (2004), Canadian REIT Handbook, Toronto.

CIPREC (2004a.), Real REITs, Präsentation Carolyn Blair, 28. 09. 2004.

CREIT, Canadian Real Estate Investment Trust (2005a), About REITs: Tax Benefits, http://www.creit.ca/about/tax_benefit.htm, Abrufdatum: 11.05.2005.

CREIT, Canadian Real Estate Investment Trust (2005b), Investor Information: Tax Treatment, http://www.creit.ca/investor/tax_treatment.htm, Abrufdatum: 11.05.2005.

Chan, S. H., J. Erickson, und K. Wang (2003), Real estate investment trusts: structure, performance and investment opportunities, New York.

Davidson, A. et al. (2003), Securitization: structuring investment analysis, New York.

Deutsche Bank (2004), REITs: A Great American Invention. Präsentation, gif-Veranstaltung, 15.10.2004.

Deutsche Bank Securities (2005): FITT Research – REIT Ownership Profile - getting more granular (published February 4th 2005).

Deutsche Bundesbank (2004), Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme im Jahr 2004, Monatsbericht Juni 2004, S. 54.

DID Deutsche Immobilien Datenbank GmbH (2004): Offene Immobilienfonds. Darstellung und Analyse. Wiesbaden.

Droste, K. (2004), Immobilie und Kapitalmarkt - keine Gegensätze, Initiative Immobilien-Aktien, 21. 10. 2004, Frankfurt a.M.

Enerplus Resource Fund (2004), Third Quater Report 2004, http://www.enerplus.com/investor/documents/Q32004finalforprint.pdf, Abrufdatum: 22.01.2005.

Ernst&Young (2003a), Real Estate Investor Guide – Immobilieninvestitionen deutscher Investoren in 16 Ländern, Eschborn/ Frankfurt/M.

Ernst&Young (2004), New real estate investment corporation amendments, International Tax Review – September 2004, http://www.legalmediagroup.com/internationaltaxreview/default.asp?Page=3&SID=3342, Abrufdatum: 11.05.2005 .

European Public Real Estate Association (2004), ERPA Global Reit Survey: A comparison of the major REIT regimes in the world, BH Schiphol Airport.

Feyerabend, H.-J. (2004), Die Immobilienaktiengesellschaft – Ein steuerlicher Vergleich mit anderen Immobilienanlagen, DAI-Seminar Immobilienanlagen am organisierten Kapitalmarkt, 20.9.2004, Frankfurt.

Flewelling, S. G. und M. F. Spiessbach (1982), Immobilien über Anteilsscheine, in: Jansen, D. E. und A. Mattern (Hrsg.), Immobilienanlagen in den USA. Investition mit Zukunft, München, S. 256-272.

Frank, R. A. (1993), The Umbrella REIT: Keys to the Real Estate Kingdom?, The REIT Report, Vol. 13, 4, S. 16-18.

Funk, B.und T. Schulz-Eickhorst (2002), REITs und REITs-Fonds, in: Schulte, K.-W., A. K. Achleitner, W. Schäfers und B. Knobloch (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Banking: von der traditionellen Finanzierung zum Investment-Banking, Köln, S. 789-813.

Fondsmedia (2002): Die Performance geschlossener deutscher Immobilienfonds. Hamburg.

GdW (2004), Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2004/2005, München 2004.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Jahrbuch 2004, Berlin, www.gdv.de, Abrufdatum: 20.12.2004.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Statistisches Taschenbuch 2004, Berlin, www.gdv.de, Abrufdatum: 20.12.2004.

Glascock, John L., C. L. Lu und R. W. So (2000), Further Evidence on the Cointegration of REIT, Bonds and Stock Returns, Journal of Real Estate Finance and Economics, 20:2, S. 177-194.

Graff, R. A. (2001), Economic Analysis Suggests that REIT Investment Characteristics are Not as Advertised, Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 7, Nr. 2, S. 99-124.

Greer, G. E. und M. D. Farrell (1988), Investment Analysis for Real Estate Decisions, 2te Auflage, o.O..

Grosvenor, R. (2000), Profession – Drive Future Directions, The Canadian Appraiser, Winter 2000, S. 23f., http://www.aicanada.ca/e/pdfs/resource_can_fea_valuation.pdf, Abrufdatum: 20.12.2004.

HLB Decision Economics Inc. (2004), Analysis of Proposed Budgetary Tax Changes Related to Non-Resident Taxation and the Definition of Taxable Canadian Property, http://www.caif.ca/content/CAIF_HLBreport12Aug2004.pdf, Abrufdatum: 22.01.2005.

Housepeters, D. (2002), Sailing into the LPT safe harbour, Property Australia, Sept. 2002, S. 52.

IFD (2004), REIT-Initiative der IFD, Zusammenfassung der fiskalischen Auswirken, Frankfurt, 6.12.2004, mimeo.

Jorgensen, M. A. (1997), Do Boards Really Add Value Or Are They Window Dressing?, Journal of Real Estate Investment Trusts, Vol. Vol. 2, Nr. 1, S. 22-24.

King, R. C. (1999), Real Estate Investment Trusts, Offene und Geschlossene Deutsche Immobilienfonds, München.

Kleinmann, R. T. (1993), Umbrella REITs: An Introduction, Real Estate Finance, Vol. 10, Nr. 3, S. 33-40.

Loipfinger, S. (2004), Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2004, Griesstätt, http://www.loipfinger.de/source/doc/vorwort2004.pdf, Abrufdatum: 20.12.2004.

Martichelli, R. und J. R. MacCrate (1996), REITs and the Private Market: Are comparisions Meaningful?, Real Estate Issues, Vol. 21, Nr. 2, S. 7-10.

Mitsui Fudosan Investment Advisors (2004), J-REIT in Japan, Präsentation ULI European Conference on Globalization of REITs, 15. 6. 2004.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (2004a), Frequently Asked Questions about REITs, http://www.investinreits.com/learn/faq.cfm, Abrufdatum: 03.01.2004.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (2004a), Real Estate Portfolio, Special Issue, http://www.nareit.com/portfoliomag/04special/p04.shtml, Abrufdatum: 20.12.2004.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (2004b): Real Estate Investment Trusts - The REIT Industry, Washington DC.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (2005a): International Tax Treatment of REITs, http://www.nareit.com/portfoliomag/03sepoct/table.shtml, Abrufdatum: 21.01.2005.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (2005b): REITS IMPROVED, http://www.nareit.com/policy/government/BNAArticlefinal %201-03-05.pdf, Abrufdatum: 15.01.2005.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (2005c): Global REIT Overview, http://www.nareit.com/portfoliomag/04special/p60side.shtml, Abrufdatum: 11.05.2005.

Nishimura, R. (2004), Potential for Apartment REITs in Japan and Related Issues, Tokyo Real Estate Market Report, Vol. 19.

o.V. (2004), Can J Reits keep performing, Business times, 23. 9. 2004.

o.V., Doppelbesteuerungsabkommen: alle geltenden Abkommen und Sonderabkommen, Textsammlung mit Einführungen und Verweisungen, hrsg. von F. Wassermeyer, Beck, München, Losebl.-Ausg. (dt.).

Petersen, A. (2004), Property Investment Funds – A Realty Opportunity?, Butterworths Journal of International Banking and Finance Law, Juli August 2004, Fn. 3, hin, http://www.dechert.com/library/040701 %20-Petersen2 %20- %20Property %20Investment %20Funds %20- %20A %20realty %20opportunity %20- %20part %202.pdf, Abrufdatum: 20.12.2004.

Phyrr, S. A. et al. (1989), Real Estate Investment - Strategy, Analysis, Decisions, 2. Auflage, New York.

Porter, S. und M. East (2004), Japan tax reforms - foreign funds, in: PWC (Hrsg.), IM Asia Pacific Newsletter, Issue 1, London, S. 12-13.

PriceWaterhouseCoopers (2004), http://www.pwc.com/Extweb/pwcpublications.nsf/4bd5f76b48e282738525662b00739e22/c4a46e0c3d1cef848525689a0051370c/$FILE/usa.pdf, Abrufdatum: 18.09.2004.

Rehkugler, Heinz (2003): Die Immobilien-AG: Bewertung und Marktattraktivität, München.

Sawada, K. (2004), J-REIT View: Reflecting on Three Years of J-REITs, Tokyo 2004.

Schlag, A. (1995), Innovative Formen der Kapitalanlage in Immobilien, 20, Kiel.

Schulte, K.-W. und R. Sotelo (2004), Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, Zeitschrift für Immobilienökonomie (ZIÖ), 2/2004, S. 31-48.

Schulte, K.-W. et al. (2000), Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Immobilienökonomie, 2. überarbeitete Auflage, München, S. 13-80.

Scott, J. L., R. I. Anderson, und A. L. Loviscek (2001), Are REIT CEOs Rewarded for Performance? Another Look, Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 7, Nr. 3, S. 247-252.

Simon, G. (2004), Real Estate Investment Trusts im Vergleich - USA - Europa – Deutschland, Diplomarbeit Universität Leipzig.

SOEY (2001), Newsletter, Vol. 2, Tokyo.

Sotelo, R. (1998), Die Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzung und ihrer Finanzierung, Der Langfristige Kredit, 6/1998, S. 206-209.

Sotelo, R. (2000), Immobilienaktiengesellschaften – Mythos und Möglichkeiten, Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 1/2000, S. 24-28.

Sotelo, R. (2002), Projektentwicklung und Investoren – welche Produkte für welche Kunden, in: Schulte, K.-W. und S. Bone-Winkel (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. Aufl., Köln, 2002, S. 699-720.

Thomas, M. und C. Aumann (2003), Real Estate as an Asset Class, in: Leser, H. und R. Markus (Hrsg.), Handbuch Institutionelles Asset Management, Wiesbaden, S. 659-690.

Thömmes (1995), in: WEDIT (Hrsg.), Die Umsetzung der EG-Fusionsrichtlinie und der EG-Mutter-Tochter-Richtlinie in den EG-Mitgliedstaaten, S. 9-10.

Thomson Financial (2004), Roundtable on REITs, Acquistions monthly, Juli 2004, http://www.acquisitions-monthly.com/aqm/images/AM_Roundtable.pdf, Abrufdatum: 20.12.2004.

Tracy, P. (2004), Spotlight on Japanese Stocks, http://www.streetauthority.com/cmnts/pt/2004/07-12-japan.asp, Abrufdatum: 20.12.2004.

TSE (2001), Q & A for Investors, http://www.tse.or.jp/english/cash/reit/qa.html, Abrufdatum: 18.09.2004.

UBS, Investment Bank (2004): Real Estate Investment Trusts - Time is now, London.

Väth, A. (2003), Aktive Ansätze im Immobilienmanagement, in: Leser, H. und R. Markus (Hrsg.), Handbuch Institutionelles Asset Management, Wiesbaden, S. 641-658.

Väth, A. (2002), Die Grundstücks-Investment-AG als Pendant zum REIT, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Banking, Köln, S. 815 – 848.

Väth, A. (1999), Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT - Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle '98, Wiesbaden.

Vogel, K. und M. Lehner (2003), Doppelbesteuerungsabkommen. Kommentar auf der Grundlage des Musterabkommens, 4., völlig neu bearb. Auflage, München 2003.

Wassermeyer, F. (Hrsg.), Doppelbesteuerungsabkommen: alle geltenden Abkommen und Sonderabkommen, München : Beck. - Losebl.-Ausg., laufd. aktualisiert (dt.).

West, T. und A. Worthington (2003), Macroeconomic risk factors in Australian commercial real estate, listed property trust and property sector stock returns: A comparative analysis using GARCH-M, Discussion Paper No 160, Technical Report, School of Economics and Finance, Queensland University of Technology.

Westerheide, P. (2002), Politikansätze zur Förderung der privaten und betrieblichen Altersvorsorge, Bertelsmann Vorsorgestudien 2, http://www.bertelsmann-stiftung.de/medien/pdf/BST-VS-2.pdf, Abrufdatum: 20.12.2004.

Wetteskind, B. T. und B. Sommer (1998), Real Estate Investment Trusts (REITs), in: Schulte, K. W., S. Bone-Winkel, und M. Thomas (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln-Braunsfeld, S. 737-767.

White & Case LLP (2001): Asia Pacific Tax Report. The TMK – Japan's nNw Tax Favoured Investement Vehicle. http://www.whitecase.com/files/tbl_s47Details/FileUpload265/472/asia_pacific_tax_report_summer_2001.pdf, Abrufdatum 11.04.05.

F.II Rechtsquellenverzeichnis

Aktiengesetz (AktG)

Doppelbesteuerungsabkommen (DBA), verschiedene

Einkommenssteuergesetz (EStG)

Gesetz über die Gemeinnützigkeit im Wohnungswesen (WGG)

Gewerbesteuergesetz (GewStG)

Investmentgesetz (InvG)

Investmentsteuergesetz (InvStG)

Körperschaftsteuergesetz (KStG)

Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)

G Anhang

Tabelle 53: Übersicht Internationaler Vergleich

	USA	Kanada
Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen		
Formale Anforderungen und Rechtskonstruktion	**Real Estate Investment Trust (REIT)** Taxable for federal purposes: Jede umsatzsteuerrechtliche US-amerikanische Rechtsform. Keine Finanzinstitutionen und Versicherungen. Gesellschaftsanteile müssen frei handelbar sein. In einem der 50 US-amerikanischen Staaten oder District of Columbia gegr.	**Mutual Fund Trust (MFT)** Rechtsform „Unit Trust“. In Kanada angesiedelt.
Rechtsgrundlage	Internal Revenue Code (I.R.C.). § § 856-860.	Einkommensteuergesetz (Income Tax Act) sections 108, 132, 132,1, und 132,11; Income Tax Regulation 4801.
Börsennotierung	Nicht obligatorisch.	Nicht obligatorisch.
Mindestkapital	Kein Mindestkapital.	Faktisches Mindestkapital durch Eigentümerstrukturanforderungen.
Eigentümerstruktur und Streubesitz	Mindestens 100 Anteilseigner. Fünf oder weniger Anteilseigner dürfen nicht mehr als 50 % der Geschäftsanteile besitzen (nicht Pensionskassen).	Mindestens 150 Anteilseigner zu je nicht weniger als 500 kanadischen Dollar. Nicht primär zu Gunsten ausländischer Investoren.
Anlagerestriktionen	**Vermögenskriterien (1/4 jährlich):** ≥75 % des gesamten Vermögens müssen in Immobilienvermögen, Hypothekendarlehen, andere REITs, Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs), Barmittel und Staatsanleihen investiert sein. Weder direkt noch indirekt mehr als 10 % der Stimmrechtsanteile oder Aktienkapitals eines Nicht-REIT oder TRS. Wert der Unternehmensanteile nicht mehr als 5 % des REITVermögens. **Einkünftekriterien (jährlich):** ≥75 % der Bruttoeinkünfte aus Mieten, aus Hypothekenzinsen, Ausschüttungen aus REIT-Anteilen, Immobilienveräußerungsgewinnen (kein Handel), Steuerrückzahlungen und qualifizierten kurzfristigen Investitionen. ≥95 % der Bruttoeinkünfte daneben aus Dividenden, Zinsen, sonstigen Veräußerungsgewinnen und Sicherungsgeschäften.	**Vermögenskriterien:** Nicht mehr als 10 % in Anleihen, Wertpapiere oder Aktien. Nicht mehr als 10 % einer Anlageklasse dürfen von einem Emittenten stammen. Nicht mehr als 10 % des Vermögens aus illiquiden bzw. nicht-börsennotierten Unternehmensanteilen bzw. Beteiligungen an Partnerschaften, keine Rohstoffe außer Gold (nicht mehr als 10 % des Vermögens), Derivate nur im Rahmen von Absicherungsgeschäften, nicht mehr als 10 % des Vermögens in andere Anlagefonds investiert. **Einkünftekriterien:** Nicht weniger als 95 % der Einkünfte durch das Halten oder Veräußern des Vermögens. Keine gewerbliche Tätigkeit, außer durch Tochterunternehmen.

	USA	Kanada
Management	Internes und externes Management.	Internes und externes Management.
Fremdkapital	Keine Restriktionen.	Keine Restriktionen.
Ausschüttung	90 % der steuerpflichtigen laufenden Einkünfte (nach Fremdkapital, Abschreibung, etc.). Veräußerungsgewinne müssen nicht ausgeschüttet werden.	85 % der laufenden Einkünfte und Veräußerungsgewinne müssen an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.
Emissions- und Rückgabemodalitäten		Börsennotierte MFT keine Rücknahmeverpflichtung. Nicht-börsennotierte MFTs müssen Anteile bei Bedarf stets zurücknehmen.
Steuerrechtliche Rahmenbedingungen		
Unternehmens- und Quellenbesteuerung		
Lfd. Einkünfte	Nicht ausgeschüttete Einkünfte und nicht-qualifizierende Einkünfte (aus TRS) mit gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz.	Nicht ausgeschüttete Einkünfte und nicht-qualifizierende Einkünfte mit gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz.
Veräußerungsgewinne	Nicht-ausgeschüttete Veräußerungsgewinne mit gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz.	50 % der Veräußerungsgewinne mit gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz. 50 % der Verluste aus der Veräußerung können mit den zu versteuernden Veräußerungsgewinnen verrechnet werden.
Quellenbesteuerung	Nur bei ausländischen Investoren unter Berücksichtigung von DBA. Lfd. Einkünfte: 30 % Quellensteuer. Veräußerungsgewinne: 35 % Quellensteuer. Kapitalrückzahlungen: 10 % Quellensteuer.	Nur bei ausländischen Investoren unter Berücksichtigung von DBA. Quellensteuersatz: 25 %.
Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerb	Bundesstaatliche Grunderwerbsteuer auf Akquisitionen von Immobilien.	Provinzielle Grunderwerbsteuer. Bspw. Ontario mit 1,5 %.

	USA	Kanada
Rechtsformumwandlung	Stille Reserven werden bei Akquisitionen versteuert. Bei der Gründung eines UPREIT kann die Besteuerung von stillen Reserven vorausgetragen werden. Bei Haltedauer ≥10 Jahre entfällt die Besteuerung. Gewinne und Gewinnvorträge müssen im ersten Steuerjahr an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.	Keine Auflösung von stillen Reserven bei der Umwandlung von Unit Trusts zu MFTs.
Inländische Anleger	Gewöhnlicher Einkommensteuersatz von ca. 35 % bei Privatanlegern und institutionellen Investoren zzgl. der local tax. Pensionskassen und Versicherungen sind i.d.R von der Steuer befreit. Ermäßigte Besteuerung von 15 % für Anteil der Dividenden aus TRS und sonstige bereits auf REIT-Ebene versteuerte Dividendenanteile. 25 % ermäßigt bei Aufdeckung von Abschreibungen. Gewinne werden bei Kapitalrückzahlungen mit 25 % wie Veräußerungsgewinnen besteuert.	Steuersatz bei Privatpersonen von 39 % bis 48 % und bei institutionellen Investoren 47,5 % bis 52,5 %, abhängig von den einzelnen kanadischen Provinzen. Zur Ermittlung der Veräußerungsgewinne werden die Kosten der Veräußerung mit berücksichtigt.
Ausländische Anleger	Die (komplizierte) Quellenbesteuerung von ausländischen Investoren wurde im „American Jobs Creation Act of 2004“ vereinfacht und REIT Investoren werden mit ausländischen Aktionären von Nicht-REITs gleichgestellt. So werden Dividenden als gewöhnliche Dividendeneinkünfte klassifiziert, sofern (1) die Ausschüttungen von Aktien stammen, die an einer US amerikanischen Börse notiert sind, und (2) der ausländische Investor 5 % oder weniger der Aktienklasse zu jedem Zeitpunkt des Steuerjahres hält.	Ausländische Anleger werden nicht zwangsläufig nach I.T.A. besteuert. Veräußerungsgewinne der Anteile müssen versteuert werden, sofern die Anteilsquote innerhalb der letzten 60 Monate vor der Veräußerung mehr als 25 %. Ausschüttungen, die die Einkünfte eines MFT übersteigen, werden als Kapitalrückzahlung bei der Veräußerung von Anteilen den Anschaffungswert verringern und damit den Veräußerungsgewinn erhöhen.

	Australien	Japan
Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen		
Formale Anforderungen und Rechtskonstruktion	Property Unit Trust und Listed Property Unit Trust (LPT). Rechtsform „Unit Trust“. Unterscheidung: ortsansässiger und nicht-ortsansässiger Unit Trusts; beide müssen unter australisches Steuerregime fallen Unterscheidung zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Unit Trusts. Public Unit Trust: Entweder an der Börse notiert oder mindestens 50 Anteilseigner, dürfen keinen gewerblichen Grundstückshandel und keine Projektentwicklung betreiben. Börsennotierte Public Unit Trusts werden auch als Listed Property Trust (LPT) bezeichnet.	JREIT Asset-Management-Unternehmen bzw. Trust. Staatlicher Maklerlizenzen. Zulassung von Finanzdienstleistungsaufsicht.
Rechtsgrundlage	Div. 6, 6B, 6C, Part III Einkommensteuergesetz von 1936, Gesellschaftsrecht von 2001. Keine spezifische Rechtsgrundlage für Property bzw. Listed Property Trusts.	Investment Trust und Investmentgesellschaft Gesetz von November 2000; Art. 63, 187.
Börsennotierung	Nicht obligatorisch.	Nicht obligatorisch.
Mindestkapital	Für Börsengang 500 mind. Anteilseigner mit mind. 2.000 Dollar Anteil erforderlich.	Mind. 100 Millionen Yen, wenn als Unternehmen (und nicht als Trust) firmierend. Mindestens 5 Milliarden Yen Gesamtvermögen.
Eigentümerstruktur und Streubesitz	Keine regulatorischen Eigentümerstruktur- und Streubesitzanforderungen bei Property Trusts, aber für Börsengang mind. 500 Anteilseigner mit mind. 2.000 Dollar Anteil erforderlich.	Mindestens 1.000 Anteilseigner vor Börsengang. Es sind mindestens 4.000 Anteile bei Börsennotierung herauszugeben.

	Australien	Japan
Anlagerestriktionen	Nicht börsennotierte Unit Trusts haben keine Anlagerestriktionen - können gewerblichen Grundstückshandel oder Projektentwicklung betreiben. LPTs: Überwiegend sog. qualifizierende Aktivitäten, passive Immobilieninvestitionen, Projektentwicklung im Bestand oder bei anschließender Vermietung für den Bestand möglich, nicht bei anschließendem Verkauf. Immobilienvermögen auch durch Anteile an Special Purpose Vehicle (SPV).	Mindestens 50 % in Einkünfte erzielenden Immobilien oder Immobilienanlagen. Mindestens 75 % des Vermögens in Immobilien oder Immobilienanlagen. Investition primär in qualifizierte Anlagen: Direkte und indirekte Immobilienanlagen, Fremdkapital an Immobilien, Rechte und Erpachtverträge. Nicht-qualifizierende Aktivitäten durch externe Parteien: Anteilige Beteiligung von maximal 50 % an Special Purpose Vehikel (SPV). Beteiligung an nicht-qualifizierenden Tochtergesellschaften (tukotei mokuteki kaisha; TMk) bis zu 100 %.
Management	Externes Management. Möglichkeit zur Bündelung der Anteile mit Manager an der Börse durch „stapled security“.	Externes Management.
Fremdkapital	3:1 FK/EK-Quote, sofern fünf oder weniger Investoren mindestens 50 % oder ein ausländischer Investor mindestens 40 % des LPT hält. Ansonsten keine Restriktionen.	Keine Restriktionen.
Ausschüttung	Keine Mindestausschüttung. Nicht ausgeschüttete Einkünfte werden mit 48,5 % auf Trust-Ebene besteuert.	90 % der laufenden Einkünfte nach Fremdkapital und Abschreibungen. 90 % der Veräußerungsgewinne.
Emissions- und Rückgabemodalitäten	Bei Börsennotierung keine Rücknahmeverpflichtung. Nicht-börsennotierte Unit Trusts müssen alle zwölf Monate die Anteile bei Bedarf zurücknehmen.	Keine Rücknahmeverpflichtung bei geschlossenen JREITs.

	Australien	Japan
Steuerrechtliche Rahmenbedingungen		
Unternehmens- und Quellenbesteuerung		
Lfd. Einkünfte	Nicht ausgeschüttete Einkünfte und nicht-qualifizierende Einkünfte mit gewöhnlichen Körperschaftsteuersatz.	Nicht ausgeschüttete Einkünfte mit gewöhnlichem Körperschaftsteuersatz. 57,4 % der Einkünfte aus nicht-qualifizierenden Tochtergesellschaften (TKM) werden auch bei Vollausschüttung auf Unternehmensebene besteuert.
Veräußerungsgewinne	Müssen für Anteilseigner verfügbar sein, 50 %ige Reduktion der Besteuerung möglich.	Nicht ausgeschüttete Veräußerungsgewinne mit gewöhnlichem Körperschaftsteuersatz.
Quellenbesteuerung	Ausländische Anleger unterliegen derselben Besteuerung wie inländische Anleger, keine Besteuerung an der Quelle. Reduktion durch DBAs.	Quellensteuer wird bei inländischen und ausländischen Investoren erhoben und in der Höhe des Quellensteuersatzes bei den Anlegergruppen und Anteilswerten differenziert. Reduktion durch DBAs.
Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerb	Kapitaleinlagen werden nicht besteuert. Stempelgebühr fällt ausschließlich bei nicht-börsennotierten Unit Trusts an und beträgt bis zu 6,75 %.	Volumenunabhängig 15.000 Yen bei Kapitalerhöhungen, reduzierter Grunderwerbsteuersatz von 1 % des Schätzwertes, ab April 2006 reguläre 2 %.
Rechtsformumwandlung	Keine vergünstigte Besteuerung stiller Reserven.	Keine vergünstigte Besteuerung stiller Reserven, reduzierte Grunderwerbsteuer.
Inländische Anleger	**Institutionelle Investoren:** Körperschaftsteuersatz von 30 % auf Dividenden aus laufenden Einkünften und Veräußerungsgewinne. Kapitalrückzahlungen unterliegen nur der Besteuerung, sofern sie die Kostenbasis der Investition übersteigen. **Privatanleger:** Steuersatz bis 48,5 %. Ausgeschüttete Veräußerungsgewinne und Gewinne bei der Veräußerung von Anteilen nur hälftig zu versteuern.	**Institutionelle Investoren:** Quellensteuer von 7 % vor Ausschüttung der Dividenden von börsennotierten JREITs. Dividenden werden mit anderen Einkünften aggregiert und mit Körperschaftsteuersatz (42 %) besteuert. Dividenden unter 500.000 Yen können mit einer Quellensteuer von 35 % belegt werden und unterliegen keiner weiteren Besteuerung. Veräußerungsgewinne unterliegen ausschließlich der Körperschaftsteuer. Pensionsfonds müssen i.d.R. keine Steuern zahlen. **Privatanleger:** Vom 1. Jan. 2004 bis 31. März 2008 Quellensteuer von 7 % zzgl. lokaler Steuer von 3 % auf Dividenden. Auf Veräußerungsgewinne werden vom 1. Jan. 2003 bis 31. Dez. 2007 eine Einkommensteuer von 7 % und eine lokale Steuer von 3 % erhoben.
Ausländische Anleger	Ausländische Anleger werden wie Inländer besteuert, unter Berücksichtigung der DBAs und der Quellensteuer. Im Ausland steuerfreie Pensionskassen müssen i.d.R. keine Quellensteuer zahlen. Ausländische Anleger werden auf ihre Veräußerungsgewinne nur mit 50 % besteuert (derzeit in Revision). Bei der Veräußerung von Anteilen an börsennotierten Unit Trusts werden Gewinne besteuert, sofern der Besitzanteil mindestens 10 % beträgt.	Quellensteuersatz von 7 % für institutionelle ausländische Investoren oder ausländische Privatanleger - Quellensteuer kann durch Doppelbesteuerungsabkommen reduziert werden. Veräußerungsgewinne werden nicht besteuert, sofern der Anteilseigner nicht 5 % oder mehr der Aktien eines JREIT in einem Steuerjahr verkauft und zudem nicht im Verkaufsjahr sowie in den zwei Jahren zuvor 25 % oder mehr der Aktien eines JREIT gehalten hat.

	Niederlande	Belgien
Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen		
Formale Anforderungen und Rechtskonstruktion	Fiscale beleggingsinstelling (BI) Unternehmen, die in der Steuererklärung den BI-Status für vergangenes Steuerjahr wählen.	Sociétès d'investissement à capital fixe en immobilière (SICAFI) Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder Teilhaberschaft mit beschränkter Haftung nach belgischem Gesellschaftsrecht. In einer Liste von Investmentgesellschaften registriert. Lizenz von der belgischen Banken- und Finanzdienstleistungsaufsicht. Gesellschaftsvertrag muss speziellen Bestimmungen entsprechen. Treuhänder muss bestellt werden. Sitz in Belgien und an Euronext Brüssel notiert.
Rechtsgrundlage	Artikel 28 des niederländischen Körperschaftsteuergesetzes; Resolutionen zu Investmentgesellschaften.	Belgisches Gesellschaftsrecht; Gesetz vom 4. December 1990; Königliche Verordnung vom 10. April 1995.
Börsennotierung	Nicht obligatorisch.	Obligatorisch.
Mindestkapital	18.000 Euro bei nicht-börsennotierten BI. 45.000 Euro bei börsennotierten Bis.	1,25 Millionen Euro.
Eigentümerstruktur und Streubesitz	Unterscheidung: börsennotierte/ nicht-börsennotierte BIs; inländische/ ausländische Investoren. Börsennotierte: 45 % (25 % bei ausländischen Investoren) oder mehr keiner einzelnen Gesellschaft inklusive etwaiger Tochterunternehmen zuzuordnen, Ausnahme: Anteilseigner ist anderer BI. Kein einzelner Anteilseigner darf Anteil von 25 % oder mehr halten. Zwischenschaltung eines nicht-niederländischen Investmentfonds oder Gesellschaften mit einbezogen.	Keine Streubesitzanforderungen. Mindestens 30 % der stimmberechtigten Anteile müssen nach einem Börsenjahr verkauft sein. Kein Streubesitz.

	Niederlande	Belgien
Anlagerestriktionen	Ausschließlich passive Portfolio-Investitionen: Aktien-, Anleihen- und andere Wertpapierinvestitionen, Immobilieninvestitionen. Kein Immobilien- und Assel-Management für dritte Personen. Keine Projektentwicklung im Bestand und für Dritte.	Primär passive Immobilieninvestitionen. Ebenfalls Immobilienoptionsgeschäfte, Anteile an Grundstücksgesellschaften und Immobilienzertifikate. Projektentwicklung mit Haltefrist von fünf Jahren möglich. Einzelnes Immobilienobjekt bzw. -projekt nicht mehr als 20 % des SICAFI-Vermögens. Zeitlich begrenzte Investition in herkömmliche Aktien oder Halten von Barvermögen möglich.
Management	Internes und externes Management.	Internes und externes Management.
Fremdkapital	60 % FK/GK bei Direktinvestitionen unkonsolidiert. 60 % FK/GK bei Unternehmensanteilen. Allerdings FK/GK über 60 % auf konsolidierter Ebene möglich.	50 % FK/GK des Vermögens bei jeweiliger FK Aufnahme (bis 2002 noch 33 %). Fremdkapitalkosten maximal 80 % der gesamten Einkünfte.
Ausschüttung	100 % der laufenden Einkünfte nach Fremdkapital und Abschreibungen. Veräußerungsgewinne werden nicht ausgeschüttet, Bildung einer steuerfreien Rückstellung.	80 % der jährlichen Nettoeinkünfte nach Fremdkapital und Abschreibungen. Veräußerungsgewinne müssen innerhalb von vier Jahren reinvestiert oder ausgeschüttet werden.
Emissions- und Rückgabemodalitäten	Keine Rücknahmeverpflichtung.	Keine Rücknahmeverpflichtung.

	Niederlande	Belgien
Steuerrechtliche Rahmenbedingungen		
Unternehmens- und Quellenbesteuerung		
Lfd. Einkünfte	Körperschaftsteuer von 0 %, Nutzungsmöglichkeit der DBAs. Besonderheit durch 0 % Steuersatz: Im Ausland erhobene Steuern werden in Form einer staatlichen Ausgleichzahlung an inländische Anteilseigner ausgeschüttet.	Gewöhnlicher Körperschaftsteuersatz, qualifizierende Einkünfte werden von der Bemessungsgrundlage abgezogen, Steuer von 0,06 % auf den Inventarwert, Nutzungsmöglichkeit der DBAs.
Veräußerungsgewinne	Steuerfreie Reinvestitionsrücklage für nicht ausgeschüttete Veräußerungsgewinne.	Veräußerungsgewinne aus qualifizierenden Einkünften werden von der Bemessungsgrundlage abgezogen.
Quellenbesteuerung	Nur bei ausländischen Investoren, unter Berücksichtigung von DBA. Quellensteuersatz: 25 %.	Quellensteuer wird bei inländischen und ausländischen Investoren erhoben. Quellensteuersatz: 15 %, Quellensteuerbefreiung, sofern die Anlagen des SICAFIs zu 60 % aus privatgenutzten Wohnimmobilien bestehen. Keine Anrechenbarkeit von im Ausland erhobener Quellensteuer auf steuerpflichtiges Einkommen.
Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerb	0,55 % Besteuerung auf den Marktwert der Einlagen, oder sofern höher, auf den Nominalwert der im Gegenzug erhaltenen Aktien. 6 % Grunderwerbsteuer auf Kauf und Verkauf von Immobilien und Beteilig. an Immobilienunternehmen.	Bareinlagen werden nicht besteuert, Grunderwerbsteuer von 10 % bis 12,5 % und unter bestimmten Voraussetzungen 5 %.
Rechtsformumwandlung	Keine vergünstigte Besteuerung stiller Reserven.	Reduzierter Körperschaftsteuersatz 20,085 % bei Auflösung stiller Reserven.
Inländische Anleger	**Institutionelle Investoren:** Dividenden und Veräußerungsgewinne von Beteiligungen größer 5 % steuerfrei, außer Ausschüttungen von BIs und Gewinne aus der Veräußerungen von BI Beteiligungen (29 % -34,5 %). Anrechenbarkeit und Erstattung der Quellensteuer (25 %). **Privatanleger:** Qualifiziert als Portfolioinvestment, durchschnittlicher Wert der Anteile wird mit 1,2 % besteuert. Anrechenbarkeit und Erstattung der Quellensteuer (25 %).	**Institutionelle Investoren:** Körperschaftsteuersatz von 33,99 % auf Dividenden, sofern ausgeschüttete Dividenden und Veräußerungsgewinne nicht für das Schachtelprivileg qualifiziert. Veräußerungsgewinne mit 33,99 % versteuert, Schachtelprivileg ausgeschlossen. Mögliche Anrechenbarkeit und Erstattung der Quellensteuer. **Privatanleger:** Die Quellensteuer von 15 % ist bei belgischen Privatinvestoren die endgültige Besteuerung. Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen sind steuerfrei, sofern es sich nicht um Gewerblichkeit handelt.
Ausländische Anleger	Quellenbesteuerung von 25 %, Verminderung durch DBAs möglich. Maximale Beteiligung von 25 % für ausländische Anleger.	Quellenbesteuerung von 15 % ebenfalls für Ausländer, Verminderung durch DBAs möglich, Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen sind steuerfrei.

	Frankreich
Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	
Formale Anforderungen und Rechtskonstruktion	**Sociétès d'investissement immobiliers cotées (SIIC).** Immobilienaktiengesellschaften mit besonderen Anforderungen. Wahl des SIIC-Status innerhalb der ersten vier Monate des Geschäftsjahr für das laufende Geschäftsjahr. Nicht zwingend unter französischer Rechtsprechung gegründet oder Sitz in Frankreich, aber an französischer Börse notiert.
Rechtsgrundlage	Haushaltsgesetz 25. September 2003.
Börsennotierung	Obligatorisch.
Mindestkapital	15 Millionen Euro.
Eigentümerstruktur und Streubesitz	Keine Anforderungen.
Anlagerestriktionen	Primär passive Immobilieninvestitionen. Akquisition und/ oder die Entwicklung von Immobilien zu Vermietungszwecken. Direkte oder indirekte Anteile an Partnerschaft oder Tochterunternehmen mit ähnlichem Geschäftszweck. Andere, körperschaftsteuerpflichtige Nebenaktivitäten (Leasing, Handel, Projektentwicklung) möglich.
Management	Internes und externes Management.
Fremdkapital	Keine Restriktionen.
Ausschüttung	85 % der steuerfreien Gewinne nach Fremdkapital und Abschreibungen aus qualifizierenden Aktivitäten. 50 % der Immobilien- und Anteilsveräußerungsgewinne. Zu versteuernde nicht steuertransparente Einkünfte entsprechend den gewöhnlichen gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungsvorschriften.
Emissions- und Rückgabemodalitäten	Keine Rücknahmeverpflichtung.

Frankreich

Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	
Unternehmens- und Quellenbesteuerung	
Lfd. Einkünfte	Gewöhnlicher Körperschaftsteuersatz, qualifizierende Einkünfte und Dividenden von SIIC-Tochterunternehmen werden von der Bemessungsgrundlage abgezogen.
Veräußerungsgewinne	Veräußerungsgewinne aus qualifizierenden Anlagen und Beteiligungen, sofern Käufer vom Verkäufer unabhängig, sind steuerfrei.
Quellenbesteuerung	Nur bei ausländischen Investoren, unter Berücksichtigung von DBA. Quellensteuersatz von 25 %. Anrechenbarkeit von im Ausland erhobener Quellensteuer auf steuerpflichtiges Einkommen.
Besteuerung von Kapitaleinlagen und Grunderwerb	Kapitaleinlagen werden nicht besteuert. Grunderwerbsteuer von 4,8 % auf Erwerb von Immobilien oder Beteiligungen an nicht notierten Immobilienunternehmen.
Rechtsformumwandlung	Reduzierter Körperschaftsteuersatz von 16,5 % bei der Auflösung stiller Reserven. Vorangetragene Verluste werden von der Bemessungsgrundlage abgezogen.
Inländische Anleger	**Institutionelle Investoren:** Dividenden aus nicht-steuerfreien Einkünften: Körperschaftsteuer (33,33 %-35,42 %) abzgl. „avoir fiscal“ von 10 % für Dividenden bis zum 31.12.2003. Qualifizierte Mutterunternehmen mit mehr als 5 % der Anteile können 95 %ige Steuerbefreiung geltend machen. Dividenden aus steuerfreien Einkünften: uneingeschränkt körperschaftsteuerpflichtig. Kapitalrückzahlung: steuerfrei, sofern alle Rücklagen oder Gewinne bereits ausgeschüttet. Veräußerungsgewinne: körperschaftsteuerpflichtig mit 33,33 %-35,42 %, bzw. mögliche Reduktion auf 19 %-20,2 % bei Gewinnen aus dem Verkauf von qualifizierten Anteilen, die mindestens zwei Jahre gehalten wurden. **Privatanleger:** Dividenden aus nicht-steuerfreien Einkünften: progressive Einkommensteuer und zusätzliche Sozialversicherungsbeiträge. Dividenden bis zum 31. Dezember 2004 durch „avoir fiscal“ mit 50 % steuerbegünstigt. Fortan 50 %ige Reduktion der Besteuerung von Dividenden aus bereits besteuerten Einkünften, unter zusätzlicher Berücksichtigung von Freibeträgen und Vergünstigungen. Dividenden aus steuerfreien Einkünften: progressive Einkommensteuer und zusätzlichen Sozialversicherungsbeiträge. Sie sind jedoch einkommensteuerfrei bei vollständiger Reinvestition der Dividenden und Veräußerungsgewinne für 5 Jahre innerhalb eines Aktieninvestitionsplans.
Ausländische Anleger	Quellenbesteuerung von 25 %, Verminderung durch DBAs möglich , EU-Mutter-Tochter-Richtlinie nicht anwendbar. Kapitalrückzahlung: Steuerfrei, sofern alle Rücklagen oder Gewinne bereits ausgeschüttet sind. Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen bei substanzieller Beteiligung (mehr als 25 % innerhalb der letzten fünf Jahre) in Frankreich unt. Berücksichtigung von DBAs mit 16 % zu verst.

Tabelle 54: Immobilienaktien im DIMAX 31.12.2004.

Titel	Marktkapitalisierung Mio. EUR	% des Index
1. A.A.A. AG Allg. Anlagenverwaltung vormals Seilwolff AG von 1890	12,24	0,21
2. Adler Real Estate AG	6,00	0,10
3. AGROB AG	31,50	0,54
4. AIG International Real Estate AG	93,80	1,62
5. Anterra AG	55,10	0,95
6. AMIRA Verwaltungs AG	31,76	0,55
7. Areal Immobilien und Beteiligungs-AG	2,36	0,04
8. Bastfaserkontor AG	12,32	0,21
9. Bauverein zu Hamburg	40,66	0,70
10. Berliner AG f. Industriebeteiligungen	28,80	0,50
11. B&L Immobilien AG	233,75	4,04
12. Colonia real Estate AG	19,55	0,34
13. Deinböck AG	0,52	0,01
14. Dt. Beamtenvorsorge AG f. Untern.beteilig.	76,66	1,32
15. Deutsche Euroshop AG	603,75	10,44
16. Deutsche Grundstücksauktionen AG	21,20	0,37
17. Deutsche Wohnen AG	557,24	9,63
18. Deutsche Real Estate AG	30,87	0,53
19. DIBAG Industriebau AG	536,40	9,28
20. GBWAG Bayerische Wohnungs-AG	253,50	4,38
21. GAG Gemeinnütz. AG f. Wohnungsbau Köln	155,38	2,68
22. GERMANIA-EPE AG	13,80	0,24
23. GIVAG	5,46	0,09
24. GBH Grundstücks- und Baugesellschaft AG	172,80	2,99
25. Hamborner AG	175,33	3,03
26. Hasen-Bräu AG	18,24	0,32
27. Haus & Heim Wohnungsbau-AG	9,61	0,17
28. IMW Immobilien AG	12,72	0,22
29. IVG Holding AG	1386,20	23,96
30. Jacobsen AG,W.	45,38	0,78
31. Nymphenburg Immobilien-AG	199,50	3,45
32. OAB Osnabrücker Anlagen- und Beteilig.-AG	0,43	0,01
33. Rathgeber AG	77,24	1,33
34. RSE Grundbesitz und Beteiligungs-AG	410,27	7,09
35. Schlossgartenbau AG	102,90	1,78
36. Sinner AG	19,14	0,33
37. SPAG St. Petersburg Immobilien und Beteil.-AG	8,32	0,14
38. STEUCON Grundbesitz- und Beteil.-AG	11,21	0,19
39. Stilwerk AG	46,50	0,80
40. Stodiek Europa Immobilien AG	83,54	1,44
41. TAG Tegernsee AG	41,00	0,71
42. Tempelhofer Feld AG f. Grundstücksverwert.	49,98	0,86
43. Vivacon AG	87,56	1,51
44. Westgrund AG	4,86	0,08
45. Zucker & Co.	2,19	0,04
Summe	**5.787,54**	**100,00**