

## Kurzfassung des Endberichts

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**

*(Private Equity und REITs)*

Matthias Meitner

Anne Schäfer

Dr. Tereza Tykvová

Dr. Peter Westerheide

### **ebs Department of Real Estate**

*(REITs)*

Martin Becker

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

Jun.-Prof. Dr. Ramon Sotelo

Dr. Arno Váth

### **Friedrich-Alexander-Universität**

#### **Erlangen-Nürnberg**

*(Private Equity):*

Bettina Zinser

## – Teil 1: Private Equity –

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 mikro-ökonomische 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 Veräußerungsgewinne 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 füh-

rendes 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 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). 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 US-A, 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 Unter-

nehmen, 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.

## – Teil 2: REITs –

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 in-

stitutionelle 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. 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-Profiles 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 beschränken 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 Manage-

ment 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 nicht-börsennotierten 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 Markt-

entwicklung 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 immobilienpezifisches 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 Risiken 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 Anreiz-

wirkungen, 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 ist 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.