

## Deutsche EuroShop AG

+++ Die Shoppingcenter-AG +++

### Immobilien-Aktien in Deutschland Ausländische Gesellschaften diskriminiert ?

Jürgen Wundrack  
Mitglied des Vorstandes  
der Deutsche EuroShop AG

Die Aktienmärkte steuern scheinbar unaufhaltsam Richtung Süden. Die viel erwähnte Bodenbildung erweist sich als dehnbar, und eine Untergrenze ist kaum absehbar. In diesen Zeiten scheinen konservative Anlageformen mit Substanzcharakter, wie Immobilien-Aktiengesellschaften, eine Renaissance zu feiern, da ihre Kursverluste sich in Grenzen halten und hier und da lukrative Dividendenrenditen locken. Doch dieser Sektor kommt mangels ausreichender Marktkapitalisierung am heimischen Aktienmarkt nicht richtig in Gang. Eine Lösung für ein breiteres Angebot wäre die Liberalisierung des nationalen Kapitalmarktes für ausländische Immobilienaktien.

Der Börsenwert der an den deutschen Börsen gehandelten Immobilienaktien beläuft sich zur Zeit auf knapp 11 Milliarden €. Repräsentiert wird er von 58 Gesellschaften, die im DIMAX des Bankhauses Ellwanger & Geiger enthalten sind. Die Marktkapitalisierungen ausländischer Gesellschaften erreichen dagegen weitaus höhere Volumina. So erreicht der Free-Float der Immobilienaktiengesellschaften in Großbritannien mehr als 35 Milliarden €. Ein Grund liegt sicherlich darin, dass in Deutschland seit Anfang der 70er Jahre offene Immobilienfonds – die einer besonderen gesetzlichen Regelung, nämlich dem Kapitalanlagegesetz unterliegen – eine maßgebliche Bedeutung als Vermögensanlage für private Investoren erlangt haben und heute mit rd. 69 Milliarden € Fondsvolumen einen Marktanteil – gemessen am Vermögen aller von deutschen Investmentgesellschaften verwalteten Publikumsfonds – von 25% erreicht haben. Die Marktkapitalisierung der deutschen Immobilienaktiengesellschaften beträgt dagegen nur knapp ein Sechstel des Vermögens der offenen Immobilienfonds. Die Immobilien-Spezialfonds sind hierbei nicht mitgerechnet.

Sicherlich hat dazu beigetragen, dass in der Vergangenheit Kapitalanlagegesellschaften aufgrund ihrer Spezialkreditinstituts-eigenschaft im Wesentlichen von Banken und später auch Versicherungsgesellschaften gegründet wurden, die zugleich über eine entsprechende Vertriebsplattform im Privatkundengeschäft und auch im Geschäft mit institutionellen Anlegern verfügen. Erstaunlich ist indessen, dass bei einem heute weitgehend liberalisierten Kapitalmarkt kaum ausländische Immobilienaktien in den Wertpapierdepots der Bankkunden und in den Portfolios von Aktienfonds zu finden sind. Die Gründe hierfür liegen im Wesentlichen in folgendem:

Vor dem Hintergrund der IOS-Krise Ende der 60er Jahre hatte der deutsche Gesetzgeber bei der Novellierung des damals schon existierenden Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften ausdrücklich die Bildung von Dachfonds untersagt und auch bei späteren Gesetzesänderungen nur in begrenztem Umfang die Anlage von Fondsvermögen in Anteilen anderer Investmentfonds zugelas-

sen. Eine Ausnahme bildete dann das im Jahre 1998 in Kraft getretene Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, das die Auflegung von Dachfonds unter bestimmten Voraussetzungen ausdrücklich zulässt. Grundlegende wesentliche Einschränkungen bestehen aber unverändert sowohl im Kapitalanlagegesetz aus dem Jahre 1970 (KAGG) und insbesondere auch im Auslandsinvestmentgesetz vom Juli 1969 (AusInvG).

## Vertriebs-Barrieren

Das Auslandsinvestmentgesetz regelt den Vertrieb von Anteilen an einem dem ausländischen Recht unterstehenden Vermögen aus Wertpapieren und Grundstücken, die nach dem Grundsatz der Risikomischung angelegt sind (ausländische Investmentanteile), soweit diese im Wege des öffentlichen Anbietens vertrieben werden. Hierbei ist die Rechtsform des ausländischen Investmentvermögens unerheblich, d.h. erfasst als Investmentgesellschaften werden sowohl Kapital- als auch Personengesellschaften. Aus dieser Definition ergibt sich, dass unter das Auslandsinvestmentgesetz auch der Vertrieb von Aktien ausländischer Immobilienaktiengesellschaften fällt, da diese ihr Vermögen nach dem Grundsatz der Risikomischung anlegen.

Ausländische Investmentanteile dürfen erst dann vertrieben werden, wenn zuvor ein Registrierungsverfahren bei der zuständigen Behörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) durchgeführt worden ist. Erforderlich ist eine Anzeige, der entsprechende Angaben und Unterlagen beizufügen sind. Insbesondere ist § 7 Auslandsinvestmentgesetz zu beachten, der das Registrierungsverfahren und die damit verbundenen Informationspflichten regelt. Entscheidend ist, dass die ausländische Investmentgesellschaft einen Repräsentanten in Deutschland zu benennen hat, der die Gesellschaft gerichtlich und außergerichtlich vertritt. Der Vertrieb von ausländischen Investmentanteilen darf erst aufgenommen werden, wenn sich die Aufsichtsbehörde innerhalb von drei Monaten seit Eingang der Anzeige nicht äußert. Die Behörde kann die Aufnahme des Vertriebes untersagen, wenn die Voraussetzungen für den öffentlichen Vertrieb nicht erfüllt sind oder die Anzeige nicht ordnungsgemäß erstattet wurde.

## Börsenzulassung

Dieses Verfahren zeigt bereits, dass ausländische Immobilienaktien-gesellschaften, die an ihren Heimatbörsen gelistet sind, wenig Neigung haben dürften, eine Vertriebszulassung in der Bundesrepublik Deutschland zu beantragen. Anders als für „normale“ ausländische Aktiengesellschaften, die an einer Börse innerhalb oder außerhalb eines Mitgliedstaates des EWR im amtlichen Markt zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind und daher von deutschen Wertpapierfonds ohne weiteres erworben werden können, gilt dies für an der Börse des Heimatlandes notierte Immobilienaktien jedoch nicht.

Eine Vertriebsgenehmigung braucht allerdings dann nicht beantragt zu werden, wenn diese Gesellschaften nach § 1 Abs. 2 des Auslandsinvestmentgesetzes ihre Anteile an einer inländischen Börse zum amtlichen Handel oder zum geregelten Markt zulassen. Mit Ausnahme der von der Börse vorgeschriebenen Bekanntmachungen erfolgt insoweit kein Vertrieb im Sinne des Auslandsinvestmentgesetzes. Ein Erwerb solcher in Deutschland börsennotierter Immobilienaktien ausländischer Gesellschaften wäre nach § 86 des Kapitalanlagegesetzes für einen Wertpapierfonds aber gleichwohl nicht zulässig.

## Besteuerungsgrundlagen

Unabhängig von den Voraussetzungen für die Zulassung zum öffentlichen Vertrieb sind besondere steuerliche Vorschriften nach dem Auslandsinvestmentgesetz zu beachten. Hierbei wird bezüglich der Besteuerung ausländischer Investmentanteile in drei Gruppen unterschieden:

*Variante 1:* a) Die Voraussetzung für den öffentlichen Vertrieb ausländischer Investmentanteile sind erfüllt und die für die Besteuerung erforderlichen Angaben werden publiziert.

b) Die ausländischen Investmentanteile sind an der deutschen Börse zum amtlichen Handel zugelassen. Ein öffentlicher Vertrieb findet nicht statt. Ein Steuervertreter gegenüber der Finanzbehörde und dem Finanzgericht ist bestellt worden. Die

Besteuerungsgrundlagen werden den Anteilinhaber bekannt gegeben.

In diesen beiden Fällen werden die Erträge der ausländischen Investmentanteile denen aus inländischen Investmentanteilen steuerlich gleichgestellt.

*Variante 2:* Die Voraussetzung für einen zusätzlichen öffentlichen Vertrieb im Land werden nicht erfüllt. Die ausländischen Investmentanteile sind auch nicht an einer deutschen Börse zugelassen. Die ausländische Investmentgesellschaft hat jedoch einen Steuervertreter bestellt, der sie gegenüber den Finanzbehörden vertritt und die Besteuerungsgrundlagen werden nachgewiesen. In diesen Fällen greift eine schärfere Besteuerung als im Falle der Gruppe 1 insoweit, als auch ausgeschüttete und thesaurierte Veräußerungsgewinne zu versteuern sind, selbst wenn die Anteile für ein Privatvermögen erworben wurden.

*Variante 3:* Es besteht keine Berechtigung zum öffentlichen Vertrieb. Es handelt sich ferner nicht um börsennotierte Anteile und es wird weder der einwandfreie Nachweis der Besteuerungsgrundlagen erbracht noch hat die ausländische Investmentgesellschaft einen inländischen Steuervertreter bestellt. In diesem Falle greift ein pauschales Verfahren zur Ermittlung insbesondere der nicht ausgeschütteten Erträge in der Weise, dass auch eine Besteuerung der Vermögenssubstanz erfolgt. Einzelheiten regelt hierbei § 18 Auslandsinvestmentgesetz. In diesem Falle sind die Ausschüttungen auf ausländische Investmentanteile sowie 90% des Mehrertrages einzusetzen, der sich aus dem Rücknahmepreis zu Beginn des Kalenderjahres und dem Rücknahmepreis zum Ende des Kalenderjahres ergibt, mindestens jedoch 10% des zuletzt im Kalenderjahr festgesetzten Rücknahmepreises.

Es ist einsichtig, dass bei derartigen Hürden Aktien ausländischer Immobilienaktiengesellschaften für inländische Anleger kaum attraktiv sind. Im übrigen kann die vorerwähnte „Strafbesteuerung“ auch bei Aktien ausländischer Immobiliengesellschaften eintreten, die in Deutschland amtlich gehandelt werden. Die Sonderstellung

dieser Gesellschaften bleibt nämlich beschränkt auf die Nichtanwendung der Vertriebsregelung des Auslandsinvestmentgesetzes. Die steuerlichen Vorschriften gelten jedoch ganz allgemein für ausländische Investmentanteile, gleichgültig ob es sich um solche mit oder ohne Vertriebsberechtigung oder um börsennotierte ausländische Investmentanteile handelt. Das bedeutet, dass auch eine börsennotierte ausländische Aktiengesellschaft in Deutschland einen Steuervertreter zu bestellen hat, wenn die Strafbesteuerung nach § 18 vermieden werden soll.

### **Beschränkungen nach dem Kapitalanlagegesetz**

Die Regelungen des Auslandsinvestmentgesetzes sind indessen nicht die alleinigen Hindernisse für die Abstinenz ausländischer Immobilienaktiengesellschaften am deutschen Kapitalmarkt. Die Vermögensanlage privater und institutioneller Anleger erfolgt seit Jahren in zunehmender Form über Investmentfonds, die von deutschen Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt und gemanagt werden. Gemäss Auslandsinvestmentgesetz dürfen für ein deutsches Sondervermögen jedoch ausländische Investmentanteile - und das sind nach dem Auslandsinvestmentgesetz auch Anteile von Immobilienaktiengesellschaften - nicht erworben werden. Es gilt nach § 8 b des Kapitalanlagegesetzes (KAGG) zwar die Ausnahmeregelung, wonach bis zu 5% des Sondervermögens in ausländischen Investmentanteilen angelegt werden dürfen, jedoch nur dann, wenn diese ihrerseits ihr Vermögen in Wertpapieren anlegen. Zusätzlich bleibt der Erwerb von Anteilen (also auch Aktien) einer solchen Gesellschaft auf 10% des Kapitals dieser Gesellschaft begrenzt. Zu beachten ist ferner, dass die 5% - Grenze, bis zu deren Höhe das eigene Sondervermögen in Aktien angelegt werden kann, nicht nur für das jeweilige Sondervermögen gilt, sondern vielmehr für alle von der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaft verwalteten Investmentfonds.

Im Ergebnis schränkt § 8 b des KAGG den Erwerb von Immobilienaktien ausländischer Provinienz zusätzlich ein, da solche Anteile überhaupt nicht erworben werden können. Das heißt, auch die 5% - Regelung für eine

Anlage in ausländischen Wertpapier-Sondervermögen gilt im Falle der Immobilienaktie nicht.

Branchen- oder Themenfonds, wie sie seit Jahren von den Wertpapierkapitalanlagegesellschaften an den Markt gebracht werden, würden sich grundsätzlich auch für einen Investmentfonds auf Basis von Immobilienaktien anbieten. Der deutsche Markt weist in diesem Segment allerdings eine zu geringe Liquidität und einen zu geringen Free-Float bei den einzelnen Gesellschaften auf, so dass keine adäquate Marktbreite erreicht würde. Ein solcher Fonds ließe sich daher nur unter Einbeziehung ausländischer Immobilienaktien positionieren, die jedoch aus den vorerwähnten Gründen nicht erworben werden können.

### **Petition an den Gesetzgeber**

Erforderlich wäre hier nicht nur eine Lockerung der Bestimmungen des Auslandsinvestmentgesetzes, sondern auch des Kapitalanlagegesetzes. Das soeben verabschiedete 4. Finanzmarktförderungsgesetzes bringt hier noch keine Erleichterung. Vielleicht bringen ja das 5. Finanzmarktförderungsgesetz bzw. eine entsprechende EU - Richtlinie eine Liberalisierung des Kapitalmarktes auch für Immobilienaktien. Für diese ist jetzt der Weg geebnet, nachdem die EU-Finanzminister sich kürzlich auf einheitliche Emissionsregeln geeinigt haben. Damit kann nunmehr ein EU-weiter Börsenpass eingeführt werden.

Eschborn, 05. März 2003

Jürgen Wundrack  
Mitglied des Vorstandes  
der Deutsche EuroShop AG

Mergenthalerallee 73-75  
65760 Eschborn

Tel. +49 (0)69 - 717 04 - 165  
Fax +49 (0)69 - 717 04 - 956

Email: [wundrack@deutsche-euroshop.de](mailto:wundrack@deutsche-euroshop.de)  
<http://www.deutsche-euroshop.de>