

Werner Beilstein, Rolf Watter

Going Public der Immobiliengesellschaft

Eine Entgegnung zur Kolumne von Andreas Frei: Keine wirtschaftliche Handänderung

In den letzten Monaten sind vermehrt Immobiliengesellschaften an die Börse gegangen (Allreal, PSP, SPS usw.), womit den Investoren interessante neue Anlagealternativen offenstehen. In der Kolumne «Gedanken zum Going Public der Immobiliengesellschaft» (ST 6-7/2000, S. 659) geht Andreas Frei auf grundsteuerliche Probleme solcher Transaktionen ein und vertritt die Ansicht, dass beim Börsengang eine wirtschaftliche Handänderung im Sinne des Grundsteuerrechtes vorliege. Die Autoren kommen zum gegenteiligen Schluss.

Frage. Im übrigen entspreche das Resultat dem Gerechtigkeitsgedanken, da es sich nur schlecht begründen liesse, «dass der Going Public einer Immobiliengesellschaft (...) letztlich zur steuerfreien Überführung von Wertzuwachs gewinnen in die Hände des bisherigen beherrschenden Aktionärs» führt.

Diese Beurteilung ist unzutreffend. Sie berücksichtigt weder die rechtlichen Besonderheiten eines Börsenganges genügend noch beruht sie auf einer vertieften Analyse des steuerrechtlichen Tatbestandes der wirtschaftlichen Handänderung, wie er im Steuerharmonisierungsgesetz und – seit Jahrzehnten – auch im Zürcher Steuergesetz enthalten ist.

Nachfolgend sollen deshalb in einem ersten Abschnitt die gesetzlichen Voraussetzungen der grundsteuerlichen Erfassung der wirtschaftlichen Handänderung unter Berücksichtigung der Rechtsprechung dargestellt und daraus der Anwendungsbereich dieses Tatbestandes in der Praxis abgeleitet werden. In einem zweiten Abschnitt wird im einzelnen auf die Besonderheiten des Going Public und die sich daraus ergebenden Konsequenzen eingegangen. Ausgehend davon kann dann eine abschliessende Beantwortung der von Frei aufgeworfenen Frage erfolgen.

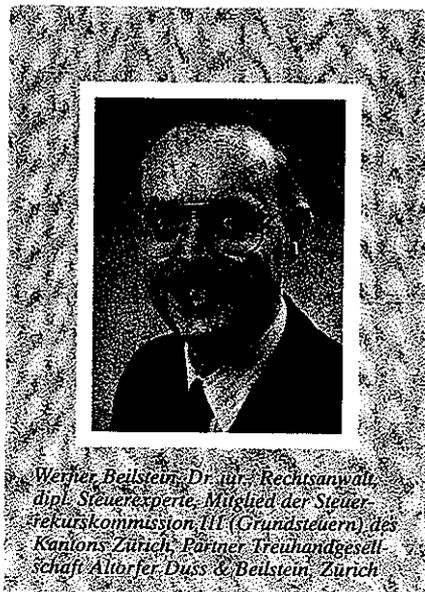
1. Die wirtschaftliche Handänderung im Zürcher Grundsteuerrecht unter Berücksichtigung des Steuerharmonisierungsgesetzes

1.1 Der Handänderungsbegriff

Unter dem Oberbegriff «Grundsteuern» erheben die Zürcher Gemeinden

Im ST 6-7/2000 wirft Andreas Frei in der Kolumne «Gedanken zum Going Public der Immobiliengesellschaft» die Frage auf, ob es beim Börsengang einer Immobiliengesellschaft zu einer wirtschaftlichen Handänderung im Sinne des Grundsteuerrechtes komme (S. 659 f.). Nach einem kurzen Hinweis auf einige wichtige Elemente dieses Steuertatbestandes, insbesondere auf die Notwendigkeit der Übertragung einer Mehrheitsbeteiligung, befasst er sich ausführlicher mit dem Problem des Zusammenwirkens auf Seiten der Erwerber. Dabei kommt er zum Schluss, dass «im Lichte einer gesamthaften Betrachtungsweise des Ablaufs eines Going Public dessen Teilnehmer jedenfalls aus der – steuerlich massgeblichen – Sicht des Veräusserers eng miteinander verbunden» erscheinen, da sie ihm «über das den Going Public durchführende Bankenkonsortium zusammengeführt gegenüber» treten. Ob die Gemeinschaft der am Going Public Teilnehmenden dabei bereits eine einfache Gesellschaft bilde, könne im Resultat offen bleiben. Da der Aktienpreis ent-

scheidend vom Wert der von der Immobiliengesellschaft gehaltenen Grundstücke bestimmt werde, liege eine Besteuerung als wirtschaftliche Handänderung auch im Sinne der bundesgerichtlichen Rechtsprechung zu dieser



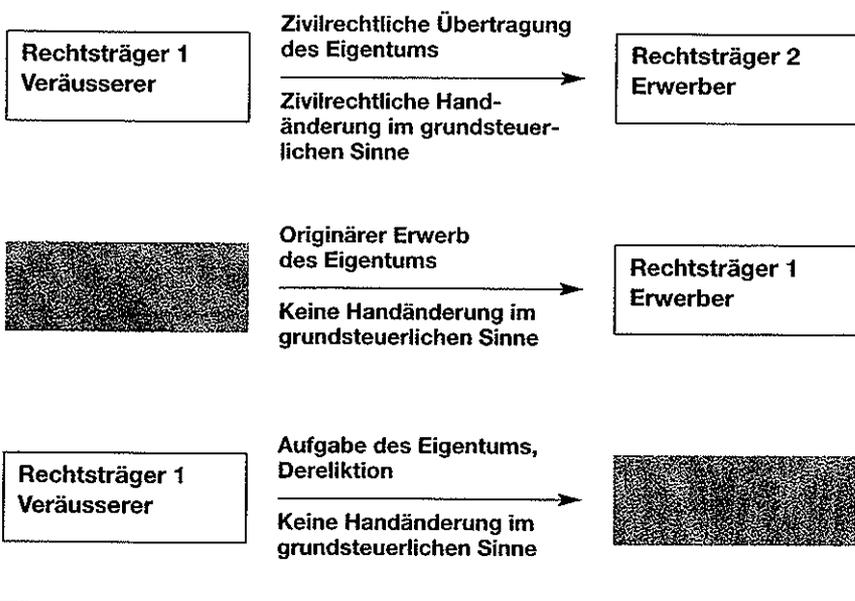
Werner Beilstein, Dr. jur., Rechtsanwalt, dipl. Steuerexperte, Mitglied der Steuerrekurskommission III (Grundsteuern) des Kantons Zürich, Partner Treuhandgesellschaft Altörfer, Düss. & Beilstein, Zürich

eine Grundstücksgewinnsteuer und eine Handänderungssteuer (§ 205 ff. StG). Während die Handänderungssteuer eine Rechtsverkehrssteuer und damit eine indirekte Steuer ist, welche nicht unter das Steuerharmonisierungsgesetz (StHG) fällt, handelt es sich bei der Grundstücksgewinnsteuer um eine spezielle Kapitalgewinnsteuer und damit um eine direkte Steuer [1]. Sie unterliegt den Harmonisierungsbestimmungen des StHG (vgl. Art. 12 StHG). Obwohl es sich damit um zwei unterschiedliche Steuerarten handelt, knüpfen beide an den gleichen Sachverhalt an, nämlich an die «Handänderung an Grundstücken oder Anteilen von solchen» (§ 216 Abs. 1 StG bzw. § 227 Abs. 1 StG).

Der *Handänderungsbegriff* wird im Zürcher Grundsteuerrecht bei der Handänderungssteuer und bei der Grundstücksgewinnsteuer deckungsgleich verwendet [2]. Die Begriffe «Handänderung» und «Grundstück» sind für beide Steuerarten identisch [3]. Als Handänderung im Sinne des Grundsteuerrechtes gilt allgemein die Übertragung von Eigentum (oder eigentumsähnlichen Befugnissen) an einem Grundstück oder Grundstücksanteil vom bisherigen Rechtsträger auf einen anderen, neuen Rechtsträger [4]. Es braucht also nicht nur einen Veräusserer, sondern auch einen Erwerber. Dies zeigt sich nicht zuletzt auch in der Konzeption der Handänderungssteuer, welche je zur Hälfte dem Veräusserer und dem Erwerber auferlegt wird (§ 228 StG). Die Entstehung eines Grundstückes (z. B. durch Begründung eines selbständigen und dauernden Baurechtes mit eigenem Grundbuchblatt als neues «Grundstück», ZGB 779 Abs. 3; Bildung neuen Landes, ZGB 659) kann daher nicht als Handänderung eingestuft werden [5], was auch für die Aneignung (Inbesitznahme von herrenlosem Land, ZGB 658) und die Ersitzung (ZGB 661 f.) gilt, da im Kanton Zürich eben nicht der Erwerb eines Grundstückes grundsteuerpflichtig ist, sondern der Handwechsel. In all diesen Fällen fehlt es am Übergang des zivilrechtlichen Eigentums von einem Rechtsträger auf einen andern [6]. Gleiches muss auch für die Dereliktion, d. h. also für die Aufgabe des Eigentums gelten. Auch hier findet keine Übertra-

Abbildung 1

Zivilrechtliche Handänderung im Grundsteuerrecht



gung auf einen neuen Erwerber statt [7]. Die Handänderung muss schliesslich entgeltlich erfolgen, da es sich sonst nicht um eine Veräusserung im Sinne von Art. 12 StHG handelt.

1.2 Umschreibung der wirtschaftlichen Handänderung als Auffangtatbestand und Abgrenzung zur zivilrechtlichen Handänderung

Das Zürcher Grundsteuerrecht unterscheidet zwischen zwei Arten von steu-

erbaren Handänderungen, der *zivilrechtlichen Handänderung* und der *wirtschaftlichen Handänderung*.

Den Handänderungen gleichgestellt sind schliesslich die entgeltliche Belastung von Grundstücken mit privatrechtlichen Dienstbarkeiten oder öffentlich-rechtlichen Eigentumsbeschränkungen. Die Frage, ob eine zivilrechtliche Handänderung vorliegt, kann in der Regel einfach beantwortet werden, weil dafür (von wenigen Ausnahmen im Bereich von Personengesellschaften, beim Erbgang usw. abgesehen) ein entsprechender Grundbucheintrag unumgänglich ist, welcher den Handwechsel vom alten auf den neuen Eigentümer vollzieht bzw. ausweist. Nicht notwendig dagegen ist, dass mit dem zivilrechtlichen Eigentumsübergang auch die wirtschaftliche Verfügungsgewalt auf den Erwerber übergeht [8]. Die Beurteilung der wirtschaftlichen Handänderung dagegen ist wesentlich schwieriger, weil hier nicht an eine einfach überprüfbare zivilrechtliche Verfügungshandlung angeknüpft werden kann (Grundbucheintrag), sondern die Wirkung einzelner oder mehrerer Rechtsgeschäfte entscheidend ist. Der Grund dafür liegt in der Entstehungsgeschichte dieses Tatbestandes: Die Regelung der wirt-



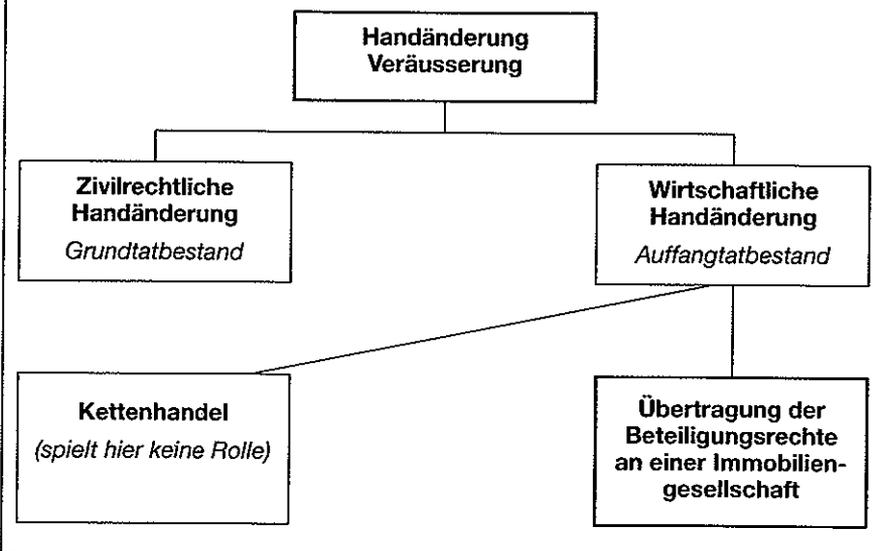
schaftlichen Handänderung hat ihren Ursprung in der Absicht, Steuerumgehungen zu verhindern [9]. Zu diesem Zweck wurde im Zürcher Steuergesetz

schaftlichen Betrachtungsweise kommt in der Auslegung jedoch je nach gesetzlicher Regelung eine andere Bedeutung zu. Es sind im wesentlichen

wendung der wirtschaftlichen Betrachtungsweise ausgegangen werden darf. Der Richter hat sich vielmehr an den steuergesetzlichen Tatbestand zu halten und bei der Auslegung vom Wortlaut auszugehen. Dabei ergibt sich folgendes:

Abbildung 2

Die verschiedenen Handänderungen



Die heutige ausdrückliche Formulierung des Tatbestandes der wirtschaftlichen Handänderung im Zürcher Steuergesetz (§ 216 Abs. 2 Bst. a) deckt sich sowohl für die Grundstückgewinnsteuer als auch für die Handänderungssteuer (bis auf den Begriff «Veräußerung», welcher durch «Handänderung» ersetzt ist) mit dem Text des Artikels 12 Abs. 2 Bst. a StHG:

«Handänderungen an Grundstücken sind gleichgestellt: a) Rechtsgeschäfte, die in bezug auf die Verfügungsgewalt über ein Grundstück wirtschaftlich wie eine Handänderung wirken.»

Sie weicht damit nur geringfügig von der bisherigen Formulierung im Steuergesetz vom 8. Juli 1951 ab:

«Handänderungen an Grundstücken sind gleichgestellt: a) Rechtsgeschäfte, die bezüglich der Verfügungsgewalt über Grundstücke tatsächlich und wirtschaftlich wie eine Handänderung wirken.»

Es sind keine Anhaltspunkte dafür vorhanden, dass damit eine inhaltliche Änderung angestrebt wurde; es ist vielmehr anzunehmen, dass man sich einfach der etwas kürzeren Formulierung des StHG angeschlossen hat. Deshalb kann von der bisherigen Auslegung dieser Bestimmung und der dazu entstandenen Rechtsprechung ausgegangen werden.

1.4 Die Erscheinungsformen der wirtschaftlichen Handänderung und die Notwendigkeit der Übertragung der Verfügungsmacht an Grundstücken

In der Praxis gibt es zwei Erscheinungsformen der wirtschaftlichen Handänderung: die sog. Kettengeschäfte und die Übertragung von Mehrheitsbeteiligungen an Immobiliengesellschaften. Die Kettengeschäfte können hier ver-

1951 der Tatbestand der wirtschaftlichen Handänderung aufgenommen. Wie seine Stellung und seine Formulierung zeigen, stellt er einen *Auffangtatbestand* dar [10], der sicherstellen will, dass auch Rechtsgeschäfte grundsteuerlich erfasst werden können, die – ohne Vorliegen einer zivilrechtlichen Handänderung – hinsichtlich der Verfügungsgewalt über ein Grundstück zum gleichen Resultat führen. Daraus folgt, dass auch bei der wirtschaftlichen Handänderung ein Handwechsel von einem Rechtsträger auf einen anderen das charakteristische Tatbestandsmerkmal ist; nur wird hier nicht das zivilrechtliche Eigentum am Grundstück, sondern die Verfügungsgewalt über das Grundstück übertragen.

1.3 Auslegung des Tatbestandes der wirtschaftlichen Handänderung im Zürcher Grundsteuerrecht

Wohl ist es richtig, dass die Besteuerung der wirtschaftlichen Handänderung auf einer «wirtschaftlichen Betrachtungsweise» beruht. Dieser wirt-

drei Erscheinungsformen der wirtschaftlichen Betrachtungsweise zu unterscheiden [11]:

- die Anwendung der wirtschaftlichen Betrachtungsweise bei der Auslegung;
- die wirtschaftliche Betrachtungsweise als generelles Rechtsanwendungsprinzip;
- die Verwirklichung der wirtschaftlichen Betrachtungsweise durch spezielle Normen des Steuerrechtes.

Die Bestimmungen in den §§ 216 Abs. 2 Bst. a bzw. 227 Abs. 2 Bst. a StG ZH stellen solche *speziellen Normen des Steuerrechtes* dar. Sie umschreiben einen sog. *Ersatztatbestand* mit wirtschaftlichen Begriffen und stellen damit sicher, dass die wirtschaftliche Betrachtungsweise eines bestimmten Sachverhaltes für die steuerliche Beurteilung massgebend und rechtens ist [12]. Gleichzeitig regeln sie Inhalt und Schranken dieser Betrachtungsweise. Das bedeutet, dass für die Auslegung dieser Bestimmung nicht mehr von einem generellen Rechtsanwendungsprinzip oder von einer freien An-

Abbildung 3a

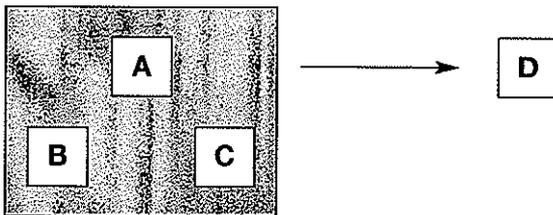
Wirtschaftliche Handänderung im Grundsteuerrecht

Fall 1: A überträgt alle oder Mehrheit der Aktien auf B



Fazit: Die Verfügungsmacht wird durch B erworben; damit liegt eine wirtschaftliche Handänderung vor.

Fall 2: A, B und C, die zu gleichen Teilen alle oder Mehrheit der Aktien halten, übertragen diese gemeinsam auf D



Fazit: Die Verfügungsmacht wird durch ABC gemeinsam veräußert und durch D allein erworben; damit liegt eine wirtschaftliche Handänderung vor.

werber nach der Übertragung eine beherrschende Stellung an einer Immobiliengesellschaft innehat, hat die Verfügungsmacht über die Grundstücke die Hand gewechselt [15]. Erst jetzt liegt ein Rechtsgeschäft vor, das wirtschaftlich das gleiche Resultat erbracht hat, wie eine zivilrechtliche Handänderung. Damit ist der Tatbestand erfüllt, den das Gesetz für die Erhebung von Grundstücksgewinn- und Handänderungssteuern vorsieht. Sind auf Erwerberseite mehrere Personen beteiligt, die je nur eine Minderheitsbeteiligung aus dem Mehrheitspaket erhalten, fehlt es am entscheidenden Übergang der Verfügungsmacht, solange sich diese Minderheitsaktionäre nicht in irgendeiner rechtlich relevanten Art so miteinander verbunden haben, dass sie ohne weiteres in der Lage sind, die Stimmrechte, welche die Grundlage der Verfügungsgewalt bilden, gemeinsam auszuüben. Fehlt diese Verbindung auf Seiten der Erwerber (oder der Veräußerer), liegt kein Rechtsgeschäft

nachlässigt werden, da sie bei einem Going Public einer Immobiliengesellschaft keine Rolle spielen. Es ist deshalb nur die Frage zu prüfen, ob die Übertragung der *Beteiligungsrechte* an einer Immobiliengesellschaft bei deren Börsengang die Voraussetzungen einer wirtschaftlichen Handänderung erfüllt.

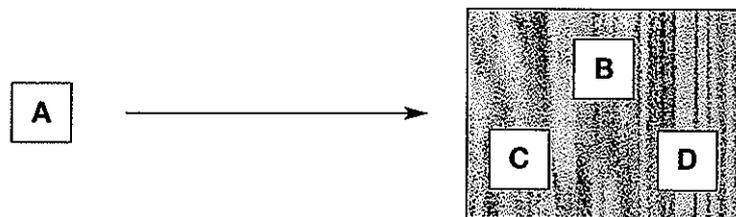
Damit im Kanton Zürich bei der Übertragung von Beteiligungsrechten an einer Immobiliengesellschaft eine wirtschaftliche Handänderung angenommen werden kann, muss erstens vom *Veräußerer* (oder von mehreren Veräußerern, die gemeinsam handeln) [13] nach gefestigter und unangefochtener Praxis eine *beherrschende Beteiligung* (über 50% der Stimmrechte) übertragen werden [14] und zweitens eine als Immobiliengesellschaft zu qualifizierende Gesellschaft Gegenstand der Handänderung sein (auf die zweite Voraussetzung braucht hier nicht weiter eingegangen werden).

Vor dem Hintergrund des zur zivilrechtlichen Handänderung Ausgeführten bedeutet dies auf Seiten des *Übernehmers* aber auch, dass er mindestens eine beherrschende Beteiligung erwerben muss. Denn nur dann, wenn der Er-

Abbildung 3b

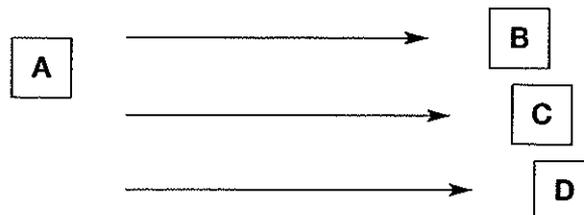
Wirtschaftliche Handänderung im Grundsteuerrecht

Fall 3: A überträgt alle oder Mehrheit der Aktien zu gleichen Teilen auf die untereinander verbundenen B, C und D (einfache Gesellschaft)



Fazit: Die Verfügungsmacht wird durch die einfache Gesellschaft BCD erworben; damit liegt eine wirtschaftliche Handänderung vor.

Fall 4: A überträgt alle oder Mehrheit der Aktien zu gleichen Teilen auf die miteinander nicht verbundenen B, C und D



Fazit: Die Verfügungsmacht wird weder durch B, C noch durch D erworben; damit liegt keine wirtschaftliche Handänderung vor.

vor, welches «in bezug auf die Verfügungsgewalt über ein Grundstück wirtschaftlich wie eine Handänderung wirkt» (§ 216 Abs. 2 Bst. a StG). Es kommt nicht zu einem «wirtschaftlichen Handwechsel» hinsichtlich der Verfügungsmacht.

Diese wird vom Veräusserer zwar aufgegeben, jedoch – zumindest vorläufig – von keinem Erwerber übernommen. Der Vorgang auf der Ebene der wirtschaftlichen Verfügungsmacht ist mit der Dereliktion im zivilrechtli-

der Aktien einer Immobiliengesellschaft;

- *an einen einzigen Erwerber oder an mehrere Erwerber, die sich miteinander so zusammengeschlossen haben, dass sie in der Lage sind, die erworbenen Stimmrechte und damit die Verfügungsmacht gemeinsam auszuüben (z. B. Aktionärsbindungsvertrag, einfache Gesellschaft).*

Diese Voraussetzungen gelten im interkantonalen Doppelbesteuerungsrecht auch für die Zuweisung der Be-

derung ermittelte Preis (=Erlös), der den liegenschaftlichen Werten zugeordnet worden ist, muss neu als Erwerbspreis auf Ebene der Gesellschaft anerkannt werden. Wird die Übertragung der Anteile dagegen steuerlich nicht erfasst, ist der bis zu diesem Zeitpunkt entstandene Grundstücksgewinn für den Fiskus nicht verloren; er wird beim späteren zivilrechtlichen Verkauf erfasst.

2. Beurteilung aus Sicht des Gesellschafts- und Börsenrechtes

Zu untersuchen ist im folgenden, ob beim Börsengang («Going Public»; auch «Initial Public Offering», abgekürzt «IPO») einer Immobiliengesellschaft zwischen den Erwerbern ein Zusammenschluss der oben beschriebenen Art besteht, wie er bei einer Mehrheit von Erwerbern für die Annahme einer wirtschaftlichen Handänderung Voraussetzung bildet, beziehungsweise ob die Käufer (mit den Worten von Frei) zumindest «einmütig» agieren, eine einfache Gesellschaft bilden oder jedenfalls «eng verbunden» sind (woraus er ja das Vorliegen einer wirtschaftlichen Handänderung ableitet). Dazu soll im folgenden zunächst dargestellt werden, wie ein solches Going Public abläuft, und sodann geprüft werden, ob wirklich Grund zur Annahme besteht, auf Seiten der Erwerber liege eine Gemeinschaft vor.

2.1 Der Ablauf eines IPO

Vorauszuschicken ist, dass vorgängig zu einem Going Public die Immobiliengesellschaft meist noch zu reorganisieren (wenn nicht gar zu gründen) ist und in diesem Stadium natürlich zivilrechtliche Handänderungen an Grundstücken erfolgen, soweit (zusätzliche) Grundstücke auf die Gesellschaft übertragen werden müssen.

Das nachfolgende Going Public [19] erfolgt dann entweder als sogenanntes «secondary placement» (dies dann, wenn der oder die Aktionär(e) die von ihnen gehaltenen Aktien ganz oder teilweise an das Publikum verkaufen),

«Die einzelnen Investoren, die sich an einem Going Public als Käufer beteiligen, kennen sich typischerweise untereinander nicht.»

chen Bereich vergleichbar. Nur hat die blosser Aufgabe der wirtschaftlichen Verfügungsmacht keine unmittelbaren Folgen, da das zivilrechtliche Eigentum ja bei der Gesellschaft verbleibt und das Grundstück somit nicht «herrenlos» wird. Im Zeitpunkt des Erwerbs existiert lediglich keine Konstellation mehr, die den neuen Aktionären eine vom zivilrechtlichen Eigentum losgelöste wirtschaftliche Verfügungsmacht über die Liegenschaften gewährt. Diese Situation ändert sich nur, wenn ein Aktionär die Mehrheit übernimmt oder wenn sich mehrere Aktionäre zu einer Mehrheit zusammenschliessen. Erst dann entsteht wiederum eine Verfügungsmacht, die vom zivilrechtlichen Eigentum unabhängig ist.

1.5 Zusammenfassung der grundsteuerlichen Grundlagen

Eine *wirtschaftliche Handänderung* bei der Veräusserung von Aktien einer Immobiliengesellschaft liegt im Sinne des Grundsteuerrechtes [16] nur dann vor, wenn die folgenden Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind:

- *einer oder mehrere Aktionäre veräussern gemeinsam;*
- *sämtliche Aktien oder doch mindestens eine Mehrheit (nach Stimmen)*

steuerungsbefugnis für Grundstücksgewinne aus wirtschaftlicher Handänderung [17].

1.6 Exkurs zur Ermittlung des steuerbaren Grundstücksgewinnes

Bei der Übertragung einer Mehrheitsbeteiligung an einer Immobiliengesellschaft ist der Erwerbspreis mangels eines öffentlich beurkundeten Kaufpreises für das oder die Grundstücke aufgrund der Parteivereinbarung (Aktienkaufvertrag) zu ermitteln. Dabei werden zum Aktienpreis die übernommenen Schulden hinzugerechnet, die nicht liegenschaftlichen Werte dagegen abgezogen. Daraus ergibt sich der massgebliche Erlös für die Grundstücke [18]. Wird bei der Übertragung von Anteilen an einer Immobiliengesellschaft eine wirtschaftliche Handänderung besteuert, kann bei einem späteren Verkauf einzelner oder aller Liegenschaften durch die Gesellschaft selber (zivilrechtliche Handänderung auf operativer Ebene) nur noch der Gewinn erfasst werden, der in der Zeit zwischen der besteuerten wirtschaftlichen Handänderung und der nachfolgenden zivilrechtlichen Veräusserung entstanden ist. Der im Rahmen der Veranlagung der Grundstücksgewinnsteuer in der wirtschaftlichen Handän-

oder als «primary offering» (bei dem die Immobiliengesellschaft ihr Kapital erhöht, die Aktionäre auf ihr Bezugsrecht verzichten und die der Gesellschaft zufließenden Mittel zur Schuldentilgung – speziell auch zur Rückführung von Darlehen der Aktionäre – verwendet werden). Diese beiden Formen können auch kombiniert werden, und es ist weiter denkbar, dass die bisherigen Aktionäre vorerst eine Mehrheitsbeteiligung behalten und in der Folge – sei es wiederum durch Platzierung, sei es durch «stückweise» Verkäufe an der Börse – die Mehrheit an das Publikum abgeben.

Das eigentliche Going Public erfolgt heutzutage in aller Regel durch ein sogenanntes Bookbuildingverfahren. Dieses besteht darin, dass eine von den Verkäufern (oder von der Gesellschaft beim primary offering) beauftragte Bank zunächst bei potentiellen Investoren unverbindliche Preisofferten einholt und diese in eine Übersicht (das «Buch») aufnimmt, welche das Interesse der Investoren, eine bestimmte Anzahl Aktien zu einem bestimmten Preis zu kaufen, festhält. Anhand dieser Übersicht wird dann unmittelbar vor dem Börsengang der für alle Investoren geltende Emissionspreis in Absprache zwischen Bank und Verkäufer (oder Gesellschaft) festgelegt, in aller Regel so, dass die Investoren eine mengenmässige Kürzung ihrer Offerte hinnehmen müssen, damit unmittelbar nach Platzierung ein gewisser Nachfragegedruck besteht. Mit anderen Worten wird in der Regel nicht ein maximaler Preis (zu dem anhand der Indikationen gerade alle Aktien platziert werden können), sondern ein Preis gewählt, der realistische Chancen hat, in den Tagen nach der Publikumsöffnung stabil zu bleiben oder gar leicht zu steigen.

Unmittelbar nach der Preisbestimmung (die in aller Regel entweder an einem Wochenende oder nach Börsenschluss erfolgt) wird das sogenannte Underwriting Agreement (auch «Übernahmevertrag») unterzeichnet, gemäss welchem die Bank (praktisch handelt es sich in der Regel um ein Bankensyndikat) die Aktien zwecks Weiterplatzierung kauft (secondary placement) beziehungsweise zeichnet (primary offering). Das Risiko, dass die Investoren

nicht kaufen (oder beispielsweise vor Vertragserfüllung von ihrem Vertrag zurücktreten) geht in diesem Augenblick auf die Bank über [20]. Diese beginnt sogleich mit der sogenannten Allokation, d.h. der Zuteilung der gekauften Aktien auf die Investoren.

2.2 Gemeinschaft der Investoren?

Die einzelnen Investoren, die sich an einem Going Public als Käufer beteiligen, kennen sich typischerweise untereinander nicht; die Syndikatsbanken haben sogar ein Interesse an einer gewissen Abschottung «ihrer» Kunden, wollen sie doch vermeiden, dass ihre Konkurrenten im Syndikat ihre Kundenbasis kennenlernen (überdies sind die Syndikatsbanken natürlich an das Bankgeheimnis gebunden). Rechtsbeziehungen bestehen nur zwischen dem einzelnen Käufer und seiner jeweiligen Bank.

Den Investoren fehlt aber regelmässig auch die Absicht und das Interesse, sich untereinander zusammenzuschliessen, sei es im Hinblick auf eine künftige gemeinsame Ausübung der erworbenen Stimmrechte, sei es auch nur im Hinblick auf den Aktienwerb selbst. Würden sie das nämlich tun, wären sie ab Börsenkotierung nach Art. 20 BEHG [21] für ihre Bestände meldepflichtig und müssten nach Art. 32 BEHG zudem, falls ihre «Gruppe» mehr als $33\frac{1}{3}$ der Stimmen kontrolliert, den anderen Aktionären gleich nach Börsengang ein Pflichtangebot unterbreiten [22]! Obschon im Börsenrecht bereits eine «Abstimmung der Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb von Beteiligungspapieren» zur Erfüllung des Gruppentatbestandes genügt [23] und mithin weniger verlangt ist als die für das Grundsteuerrecht relevante Möglichkeit gemeinsamer Ausübung der erworbenen Stimmrechte (siehe oben), haben die Börsenorgane bislang mit gutem Grund nie die Ansicht vertreten, dass die Ersterwerber der Aktien in einem Going Public eine Gruppe im Sinne dieser Bestimmungen bilden würden.

Es kommt hinzu, dass zwischen den Investoren sogar insoweit ein Interessengegensatz besteht, als ja – wie gese-

hen – in aller Regel Kürzungen gegenüber den Offerten vorgenommen werden müssen, was aus Sicht eines Investors heisst, dass die Berücksichtigung anderer Interessenten dazu führt, dass er weniger Stücke des vielleicht heiss begehrten Titels erhält [24].

Zusammenfassend haben die Investoren somit weder ein Interesse, noch den Willen, noch die Möglichkeit, sich zu einer rechtlich strukturierten Einheit zusammenzuschliessen.

2.3 Zur Funktion der Emissionsbank

Wie oben schon angetönt, agiert die Bank zunächst (in der Phase des Bookbuilding) als Beauftragte; unmittelbar vor der Platzierung schliesst sie mit dem Verkäufer (oder der Gesellschaft) ein «Underwriting Agreement» ab, das auftrags- und kaufvertragliche Elemente enthält [25].

Da die Bank die Pflicht hat, die Aktien weiterzuplatzieren, kann einerseits nicht gesagt werden, die Bank selbst erlange in diesem Vorgang eine wirtschaftliche Verfügungsmacht über die Aktien oder gar über die Grundstücke.

Andererseits handelt die Bank aber auch nicht etwa als Beauftragte der einzelnen Käufer, die diese im Hinblick auf ihre Beteiligung am Going Public zu einer Gemeinschaft zusammenführen und gegenüber dem Verkäufer beziehungsweise der Gesellschaft vertreten würde – sie steht im Gegenteil funktionell auf der Seite des Verkäufers (oder der Emittentin) und tritt dem einzelnen Käufer an deren Stelle als Gegenpartei in einem Kaufgeschäft entgegen.

3. Steuerrechtliche Beurteilung im Lichte der Ausführungen zum Gesellschafts- und Börsenrecht

Die Frage, ob es im Börsengang der Immobiliengesellschaft zu einer steuerlich massgebenden wirtschaftlichen Handänderung an Grundstücken kommt, kann nicht in einigen wenigen Sätzen beantwortet werden. Es genügt

vor allem nicht, auf die Festlegung präziser Kriterien zu verzichten und stattdessen zu allgemeinen Umschreibungen Zuflucht zu nehmen (wie «einmütig», «im Wissen um das gleichgerichtete Handeln einer Vielzahl anderer Anleger bzw. Aktienzeichner», «Gemeinschaft auf der Basis eines einheitlichen Angebotes», «eng miteinander verbunden und über das den Going Public durchführende Bankenkonsortium zusammengeführt» usw.) oder gar unter Hinweis auf den «Gerechtigkeitsgedanken» die Besteuerung «des unverdienten Wertzuwachses» zu postulieren. Vielmehr sind die einzelnen Phasen des Going Public, die durch das Gesellschaftsrecht und insbesondere durch das Börsenrecht weitgehend geprägt sind, im Hinblick auf die *Subsumierung unter den gesetzlich normierten Tatbestand* der wirtschaftlichen Handänderung zu analysieren.

3.1 In welchen Fällen stellt sich die Frage der wirtschaftlichen Handänderung im Going Public überhaupt?

Beim «secondary placement» (Platzierung bereits vorhandener Aktien) kann eine wirtschaftliche Handänderung nur dann vorliegen, wenn eine beherrschende Beteiligung an einer Immobiliengesellschaft ins Publikum gebracht wird. Wird nur eine Minderheitsbeteiligung an den Markt gebracht und verbleibt damit die Stimmenmehrheit bei den bisherigen Aktionären, ist ein Übergang der Verfügungsmacht über die Liegenschaften von vornherein ausgeschlossen. Werden mehrere Minderheitspakete zeitlich gestaffelt im Publikum platziert und derart insgesamt eine Mehrheitsbeteiligung abgegeben, ist eine wirtschaftliche Handänderung ebenfalls undenkbar; sie könnte nach heutiger Praxis nur dann angenommen werden, wenn bereits beim ersten Börsengang ein einheitliches Rechtsgeschäft mit den Zeichnern zur Übertragung der Mehrheit abgeschlossen worden wäre. Dies ist im Going Public jedoch ausgeschlossen. Die Überprüfung der «secondary placements» kann sich also auf jene Fälle beschränken, bei denen im Börsengang eine beherrschende Beteiligung ins Publikum gebracht wird.

Analog sind die Verhältnisse beim «primary offering» zu beurteilen (Platzierung neuer, aufgrund einer Kapitalerhöhung geschaffener Aktien). Der Börsengang kann auch hier nur dann zu einer Änderung der Beherrschungsverhältnisse in der Gesellschaft führen, wenn die neu ausgegebenen Aktien die Stimmenmehrheit beinhalten. Andernfalls verbleibt die Verfügungsgewalt bei dem oder den bisherigen Aktionären.

Die Abwicklung des Börsenganges über eine Emissionsbank bringt keine neuen steuerlichen Aspekte. Da die Emissionsbank aufgrund des «Underwriting Agreements» primär als Beauftragte handelt, liegt auch keine wirtschaftliche Handänderung im Sinne eines Kettenhandels vor.

Auf die Vorbereitungsphase, in der die an die Börse zu bringende Immobiliengesellschaft reorganisiert oder eventuell erst geschaffen wird, ist hier nicht weiter einzugehen. Es handelt sich dabei erst um eine Vorstufe, welche vom eigentlichen Going Public rechtlich unabhängig ist. Die sich dabei ergebenden steuerlichen Probleme hängen weitgehend von den konkreten Verhältnissen ab und können nicht generell beurteilt werden.

3.2 «Gemeinschaft der Investoren» als entscheidendes Kriterium

Die wirtschaftliche Handänderung im Sinne des gesetzlichen Tatbestandes setzt voraus, dass eine beherrschende Beteiligung an einer Immobiliengesellschaft die Hand wechselt («Handänderung» im Zürcher Steuergesetz bzw. «Veräußerung» im Steuerharmonisierungsgesetz). Wie im Abschnitt 1.4 dargelegt, ist ein solcher Handwechsel nur gegeben, wenn die wirtschaftliche Verfügungsmacht vom bisherigen Rechtsträger auf einen anderen, neuen Rechtsträger übergeht. Die Abgabe der Verfügungsmacht allein genügt nicht; sie muss zugleich von einem neuen Rechtsträger erworben werden.

Im Going Public sind die Verhältnisse auf Seiten der Veräußerer einfach, da hier immer ein einzelner oder

mehrere miteinander verbundene Aktionäre gemeinsam handeln. Anders zeigt sich die Situation auf Erwerberseite, weil hier eine Vielzahl von Zeichnern auftreten. Sie kommen als neuer Träger der wirtschaftlichen Verfügungsmacht nur in Frage, wenn sie in rechtlich relevanter Weise (z. B. als einfache Gesellschaft) derart miteinander verbunden sind, dass sie die Stimmkraft ihrer Aktien gemeinsam («gebündelt») ausüben können. Andernfalls sind sie nicht in der Lage, die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die Grundstücke zu erwerben bzw. zu übernehmen.

Steht fest, dass in einem konkreten Going Public die Stimmenmehrheit ins Publikum gebracht wird, ist die entscheidende Frage also, ob die Zeichner im Börsengang in diesem Sinn untereinander genügend eng verbunden sind und eine Gemeinschaft bilden. Wie unter Absatz 2.2 «Beurteilung aus Sicht des Gesellschafts- und Börsenrechtes» ausführlich dargelegt wurde, ist dies jedoch in aller Regel nicht der Fall:

- Aufgrund der Ordnung des Going Public kennen sich die einzelnen Zeichner überhaupt nicht; es können zwischen ihnen auch keine Abreden getroffen werden.
- Ein übereinstimmender Wille, eine Gemeinschaft zu bilden («animus sociandi»), ist im Normalfall ausgeschlossen; die Investoren stehen bei der Zeichnung untereinander vielmehr in Konkurrenz.
- Mit der Bildung einer «Gemeinschaft» als Spezialfall würden die Zeichner nach Art. 20 BEHG meldepflichtig und müssten nach Art. 32 BEHG ein Übernahmeangebot abgeben, sobald sie mehr als 33 1/3 der Stimmen kontrollieren.
- Ein «Investor» will sich typischerweise nicht um die Geschäftsleitung und schon gar nicht um die Bewirtschaftung der Aktiven der Gesellschaft kümmern; dafür hat das Management zu sorgen. Er will deshalb weder eine Verfügungsmacht selber ausüben, noch ist er bereit, sie anderen, ihm unbekanntem Investoren zuzugestehen.
- Börsengängige Immobiliengesellschaften verfügen regelmässig über

ein grosses Immobilienportefeuille; die Ausübung der wirtschaftlichen Verfügungsmacht über einzelne oder mehrere Liegenschaften ist nicht das Ziel des Investors, vielmehr erwartet er die professionelle Bewirtschaftung des Portefeuilles durch das Management (Zukäufe, Verkäufe, Arrondierungen, Überbauungen usw. – nota bene alles mit Grundsteuerfolgen).

3.3 Schlussfolgerung

Die Zeichner im Going Public bilden keine Gemeinschaft, die es erlauben würde, ihre Stimmkraft zu bündeln. Es fehlt deshalb ein entscheidendes Element des gesetzlichen Tatbestandes der wirtschaftlichen Handänderung, wie er im Steuerharmonisierungsgesetz und im Zürcher Steuergesetz definiert ist. Damit steht fest, dass es im Going Public von Immobiliengesellschaften abgesehen von ganz besonderen Verhältnissen im Einzelfall zu keiner wirtschaftlichen Handänderung im Sinne des Grundsteuerrechtes kommt. Im übrigen ist die typische Interessenlage bei Publikums-Immobilien-gesellschaften so, dass das Geschäft mit Liegenschaften auf der operativen Ebene – derjenigen der Gesellschaft – stattfindet, nicht auf der Ebene der Aktionäre, und auf der Gesellschaftsebene fallen die Grundsteuern auch an.

Anmerkungen

- 1 E. Höhn/R. Waldburger, Steuerrecht, Bd. I, S. 42f.
- 2 F. Richner/W. Frei/St. Kaufmann, Kommentar zum harmonisierten Zürcher Steuergesetz, N 6 zu § 216 StG.
- 3 Reimann/Zuppinger/Schärler, Kommentar zum Zürcher Steuergesetz, N 1 zu § 178.
- 4 Richner/Frei/Kaufmann, a.a.O., N 7 und dort zitierte Entscheide; auch zum folgenden.
- 5 RB 1990 Nr. 52.
- 6 F. Richner, Grundstückgewinn- und Handänderungssteuer, ZStP 3/1992, S. 67.
- 7 Tuor/Schnyder/Schmid, Das Schweizerische Zivilgesetzbuch, S. 683 sowie BGE 85 I 263, 114 II 34.
- 8 Richner/Frei/Kaufmann, a.a.O., N 69 und dort zitierte Entscheide.
- 9 Reimann/Zuppinger/Schärler, Kommentar zum Zürcher Steuergesetz, N 45 zu § 161 aStG ZH.
- 10 B. Zwahlen: in Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht I/1, Art. 12 StHG, N 34.

- 11 Höhn Ernst, Wirtschaftliche Betrachtungsweise im Steuerrecht, StR 18, 1963, S. 387 ff.; Dubs Hans, Wirtschaftliche Betrachtungsweise und Steuerumgehung, Mélanges Henri Zwahlen, S. 369 ff.
- 12 Höhn, a.a.O.; BGE 109 Ia 99f.
- 13 Richner/Frei/Kaufmann, a.a.O., N 94; BGE 103 Ia 159.
- 14 Richner/Frei/Kaufmann, a.a.O., N 92 ff.; Reimann/Zuppinger/Schärler, a.a.O., N 64 zu § 161 aStG ZH.
- 15 M. Steiner, Die neuere Praxis zur wirtschaftlichen Betrachtungsweise im zürcherischen Grundsteuerrecht, ASA 52, 318: «Veräussern beispielsweise drei Aktionäre, welche zusammen 100% der Aktien einer Immobiliengesellschaft halten, ihre Aktienpakete von je einem Drittel an drei verschiedene Personen, die voneinander völlig unabhängig sind, kann keine wirtschaftliche Handänderung besteuert werden, da der fragliche Steuertatbestand begrifflich stets den Wechsel der Verfügungsgewalt über Grundstücke von einem oder mehreren direkt zusammenwirkenden Rechtssubjekten auf ein anderes bzw. auf mehrere andere direkt zusammenwirkende Rechtssubjekte voraussetzt»; ebenso Richner/Frei/Kaufmann, a.a.O., N 92 und 94 zu § 216 StG.
- 16 Davon ausgenommen sind nur jene Kantone (insbesondere in der Westschweiz), die die Übertragung von Anteilen an Immobiliengesellschaften quotall und damit unabhängig vom Übergang der wirtschaftlichen Verfügungsmacht besteuern. Diese Möglichkeit sieht ihnen auch unter dem StHG zu (Art. 12 Abs. 2 d). Dabei handelt es sich allerdings nicht mehr um die Besteuerung einer wirtschaftlichen Handänderung, sondern um die Erhebung einer speziellen Kapitalgewinnsteuer (B. Zwahlen: in Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht I/1, Art. 12 StHG, N 40).
- 17 Höhn E./Mäusli P., Interkantonales Steuerrecht, 4. A., N 12 zu § 15, S. 219.
- 18 Richner/Frei/Kaufmann, N 69 zu § 220.
- 19 Vgl. zum folgenden etwa R. Watter, Die Festübernahme von Aktien, speziell beim «Initial Public Offering», in: R. von Büren (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz. Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, S. 387 ff., m.w.H.
- 20 Die Banken behalten allerdings in der Regel ein Rücktrittsrecht bei sogenannter «force majeure».
- 21 Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz).
- 22 Vgl. dazu Art. 15 und 27 BEHV-EBK sowie das Rundschreiben der SWX Schweizer Börse («Notiz über die Offenlegung von Beteiligungen») vom 1. Januar 1998, Ziff. 2.8.
- 23 Vgl. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK.
- 24 Gewisse Rechtsordnungen – neuerdings etwa die deutsche – bemühen sich denn auch, den Interessengegensatz zwischen den Investoren dadurch auszugleichen, dass sie transparente Zuteilungskriterien verlangen, vgl. Christina Escher-Weingart, Die Zuteilung von Aktien beim «going public» – Gleiches Recht für alle?, AG (Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen ..., Köln) 2000, S. 164 ff. sowie den Hinweisen auf Richtlinien der Börsensachverständigenkommission zur Aktienzuteilung in AG 2000, S. R 274.
- 25 Vgl. Watter a.a.O. S. 391.

RESUME

Entrée en bourse des sociétés immobilières

Plusieurs sociétés immobilières se sont récemment ouvertes au public (Allreal, PSP, SPS, etc.), offrant ainsi aux investisseurs des nouvelles opportunités de placement intéressantes. Dans sa publication «Gedanken zum going public der Immobiliengesellschaft» (EC 6-7/00, p. 659), Andreas Frei souleve les problèmes fiscaux de nature immobilière liés à de telles transactions, et parvient à la conclusion que l'ouverture au public équivaut à une aliénation de l'immeuble, c'est-à-dire à un transfert (mutation) économique de la propriété au sens du droit fiscal immobilier (*wirtschaftliche Handänderung*). Selon lui, les investisseurs seraient, du point de vue – fiscalement déterminant – de l'aliénateur, étroitement liés, de sorte qu'il y aurait lieu d'admettre l'existence d'un transfert économique. Cette appréciation est erronée. En effet, elle ne tient pas suffisamment compte des particularités juridiques d'une entrée en bourse d'une société et ne repose pas sur une analyse approfondie du fait générateur fiscal du transfert économique tel que contenu dans la loi d'harmonisation fiscale (LHID) et, depuis des décennies, dans la loi fiscale du canton de Zurich (*Zürcher Steuer-gesetz*).

Est considéré comme aliénation, au sens du droit fiscal immobilier, tout acte qui confère à l'acquéreur la propriété d'un immeuble (transfert de droit civil, *zivilrechtliche Handänderung*), ainsi que tout acte qui confère à l'acquéreur la réelle disposition économique d'un immeuble (transfert économique, *wirtschaftliche Handänderung*). En d'autres termes, on doit se trouver en présence d'un aliénateur et d'un acquéreur. Cela vaut non seulement pour le transfert de droit civil, mais également pour le transfert économique, dès lors que, en vertu du droit fiscal immobilier, le transfert économique constitue un fait générateur fiscal subsidiaire. Le transfert économique vise à assurer que des opérations juri-

diques ne constituant pas un transfert de droit civil de la propriété puissent être saisies fiscalement lorsque, du point de vue du pouvoir de disposition sur un immeuble, elles mènent au même résultat qu'un transfert de droit civil. Par voie de conséquence, le fait générateur fiscal est inscrit dans la loi comme un fait subsidiaire ou de remplacement, lequel relève de l'approche dite économique (*wirtschaftliche Betrachtungsweise*) d'un état de fait. Il s'ensuit que le transfert du droit de disposition d'un titulaire à un autre constitue l'élément décisif du transfert économique au sens du droit fiscal immobilier.

Selon la pratique incontestée du canton de Zurich, le transfert de droits de participation dans une société immobilière est considéré comme un transfert économique lorsque l'aliénateur (ou plusieurs aliénateurs agissant en commun) cède une participation majoritaire et que les droits de participation cédés sont effectivement ceux d'une société dite immobilière.

Par référence au transfert de droit civil, cela implique, du point de vue de l'acquéreur, qu'il reprenne au moins une participation majoritaire. En effet, le pouvoir de disposition sur l'immeuble est uniquement transféré si, une fois la transaction effectuée, l'acquéreur détient une participation majoritaire dans la société immobilière, le fait générateur fiscal prévu dans la loi étant alors réalisé. En revanche, lorsque l'acquéreur se constitue de plusieurs personnes recevant chacune une participation minoritaire du paquet majoritaire cédé, il n'y a pas de transfert du pouvoir de disposition, pour autant que ces actionnaires minoritaires ne soient pas liés les uns aux autres en vue d'exercer en commun les droits de vote et, de ce fait, de détenir en commun le pouvoir de disposition sur l'immeuble. En l'absence du transfert du pouvoir de disposition, il n'y a pas de transfert économique.

L'ouverture au public a lieu, soit sous forme de «secondary placement» (placement d'actions déjà existantes dans le public), soit sous forme de «primary offering» (placement d'actions nouvellement émises dans le public). Par définition, les investisseurs qui souscrivent des actions dans une telle ouverture au public ne se connaissent pas dès lors que, à ce stade, chacun d'eux exerce des relations juridiques avec sa banque uniquement. De même, ces investisseurs n'ont ni l'intention ni un intérêt à collaborer en vue de l'exercice en commun des droits de vote acquis, et encore moins en vue de l'acquisition des actions en tant que telle. Si tel devait être le cas, ils seraient soumis à l'obligation de déclarer leurs titres selon l'article 20 LBVM. Au cas où leur «groupe» leur permettrait de détenir plus de 33 1/3 des droits de vote, ils seraient par ailleurs soumis à l'obligation de présenter une offre, conformément à l'article 32 LBVM! Bien «qu'une concertation sur le comportement en vue de l'acquisition de droits de participation» remplisse à elle seule les conditions à l'existence d'un groupe au sens du droit boursier, les organes de la bourse n'ont à ce jour jamais fait valoir que, lors d'une ouverture au public, les premiers acquéreurs des actions constituent un groupe au sens des dispositions précitées.

Pour résumer, les investisseurs n'ont ni intérêt, ni la volonté, ni même la possibilité de constituer une unité juridiquement structurée.

Il s'ensuit qu'un élément décisif de l'état de fait légal du transfert économique de la propriété, tel que défini par la LHID et la loi fiscale du canton de Zurich, fait défaut. Ainsi, et en l'absence de circonstances extraordinaires du cas d'espèce, l'entrée en bourse d'une société immobilière n'entraîne pas un transfert économique de la propriété au sens du droit fiscal immobilier. WB/RW