

Lossau, Tobias; Focke, Christian

Working Paper

REITs in Europa: Ein Vergleich von rechtlichen Rahmenbedingungen und Marktkapitalisierungen

IIWM-Paper, No. 4

Provided in Cooperation with:

Technische Hochschule Aschaffenburg, IIWM - Institut für Immobilienwirtschaft und -management

Suggested Citation: Lossau, Tobias; Focke, Christian (2019) : REITs in Europa: Ein Vergleich von rechtlichen Rahmenbedingungen und Marktkapitalisierungen, IIWM-Paper, No. 4, Hochschule Aschaffenburg, Institut für Immobilienwirtschaft und -management (IIWM), Aschaffenburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/196580>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

IIWM-Paper No. 4

Schriftenreihe des IIWM

Institut für Immobilienwirtschaft und -management

April 2019

Tobias Lossau
Christian Focke

REITs in Europa **Ein Vergleich von rechtlichen** **Rahmenbedingungen und** **Marktkapitalisierungen**



IIWM Institut für
Immobilienwirtschaft
und -management
TH Aschaffenburg

ISSN (print) 2568-4140

ISSN (online) 2568-5872

Zitierempfehlung: **Lossau, Tobias; Focke, Christian** (2019): REITs in Europa: Ein Vergleich von rechtlichen Rahmenbedingungen und Marktkapitalisierungen. In: IIWM (Hrsg.): IIWM-Paper No. 4, Aschaffenburg: IIWM Institut für Immobilienwirtschaft und -management, April 2019.

Impressum

ISSN (print) 2568-4140

ISSN (online) 2568-5872

Herausgeber:

IIWM Institut für Immobilienwirtschaft und -management

Technische Hochschule Aschaffenburg

Vertreten durch die Institutsleitung:

Prof. Dr.-Ing. Lars Bernhard Schöne

Prof. Dr. Verena Rock MRICS

Würzburger Straße 45

63743 Aschaffenburg

Tel.: +49(0)6021-4206-745

Web: www.iiwm.de

Email: institutsleitung@iiwm.de

Redaktion:

Tobias Lossau, Master of Arts (M.A.)

c/o IIWM Institut für Immobilienwirtschaft und -management

Technische Hochschule Aschaffenburg

Würzburger Straße 45

63743 Aschaffenburg

Bilder:

Soweit nicht anders gekennzeichnet von der Technischen Hochschule Aschaffenburg.

REITs in Europa

Ein Vergleich von rechtlichen Rahmenbedingungen und Marktkapitalisierungen

REITs in Europe

A Comparison of Regulatory Environments and Market Capitalizations

Tobias Lossau

Christian Focke

Zusammenfassung

Dieses Arbeitspapier liefert eine vergleichende Bestandsaufnahme des REIT-Marktes in Europa. Für ausgewählte Länder (Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Belgien und Niederlande) wird analysiert, wie die wesentlichen rechtlichen Regelungen bezüglich REITs in dem Land aussehen, wobei Gemeinsamkeiten und Unterschiede der nationalen Regelungen deutlich werden.

Dabei wird auch dargestellt, wie sich der REIT-Markt des jeweiligen Landes unter den dort gegebenen Voraussetzungen entwickelt hat. Dieser Teil der Analyse liefert sowohl Informationen zu den wichtigsten REIT-Gesellschaften wie auch zur gesamten Marktkapitalisierung des REIT-Segments in dem Land.

Das Arbeitspapier schließt mit dem Fazit, dass sich die Ausgestaltung des REIT-Regimes auf die Entwicklung dieses Kapitalmarktsegments in den jeweiligen Ländern erkennbar ausgewirkt hat.

Summary

This working paper provides a comparative study of the state of the REIT markets in Europe. For that purpose, the REIT market of selected countries (Germany, UK, France, Belgium and the Netherlands) is analyzed with respect to the legal regulations and restrictions codified in the respective local legislation. This analysis exhibits commonalities and differences between the different national legislations.

In this context, the paper also describes the state of development the REIT markets have currently reached in the mentioned countries under their respective national legislations. This part of the analysis provides information about the most important REIT companies in each of the countries and about the total market capitalization of the total national REIT segment.

This paper concludes that the design of the REIT regime has had a visible influence on the development of this segment of the capital market in the countries reviewed.

Vorwort

Real Estate Investment Trusts (REITs) gehören an den internationalen Kapitalmärkten zu den wichtigsten Investmentvehikeln für Immobilien.

Während diese Rechtsform ursprünglich in den USA entwickelt wurde, gab es vor 10 bis 20 Jahren insbesondere in Europa eine Welle von REIT-Gesetzgebungen, nach denen nun auch innerhalb der zahlreichen europäischen Länder die Möglichkeit besteht, REITs aufzulegen.

Da die jeweiligen nationalen Regelungen ähnlichen Grundsätzen folgen, werden REITs oft als ein genormtes Produkt wahrgenommen. Tatsächlich bestehen allerdings deutliche Unterschiede in den länderspezifischen Details der REIT-Regelungen.

Mittlerweile ist seit der genannten Gesetzgebungswelle so viel Zeit vergangen, dass die REIT-Marktsegmente in den meisten Ländern zum Zeitpunkt der Untersuchung im Jahr 2018 einen vollen Zyklus der Immobilienkonjunktur durchlaufen haben. Es schien uns daher an der Zeit, den aktuellen Status des REIT-Marktes in verschiedenen Ländern zu untersuchen.

Wir haben für diesen Vergleich einige wichtige europäische Länder ausgewählt. Dieser EU-Vergleich schien uns besonders interessant – nicht nur für potentielle Investoren, sondern auch für Mitarbeiter regulierender und legislativer Organe. Denn weil die europäischen REIT-Kapitalmärkte und somit auch die rechtlichen Rahmenbedingungen in einem einheitlichen Wirtschafts- und Währungsraum miteinander konkurrieren, ist es plausibel und wahrscheinlich, dass unterschiedliche Entwicklungen des REIT-Segments in diesen Ländern vor allem auf die (relative) Attraktivität der jeweiligen gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen zurückzuführen ist.

Aschaffenburg, im April 2019

Tobias Lossau

Christian Focke

Inhalt

Abkürzungen	VII
Tabellen	VIII
1 Einleitung	1
2 Grundlagen eines Real Estate Investment Trusts	2
3 Die untersuchten REIT-Regime und –Märkte im Einzelnen	4
3.1 Deutschland	5
3.2 Großbritannien	8
3.3 Frankreich	11
3.4 Niederlande	14
3.5 Belgien	17
4 Fazit	20
Literatur- und Quellenverzeichnis	21
Anlagen	IX

Abkürzungen

AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AR-SIR	Arrêté royal du 13 juillet 2014 relatif aux sociétés immobilières réglementées (≙ Königliches Dekret vom 13. Juli 2014 über regulierte Immobiliengesellschaften in Belgien)
BE-REIT	Belgian Real Estate Investment Trust (≙ REIT in Belgien)
BV	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (≙ GmbH in den Niederlanden)
CGI	Code Général des Impôts (≙ Gesetzessammlung für das Steuerrecht in Frankreich)
EPRA	European Public Real Estate Association
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FBI	Fiscale beleggingsinstellingen (≙ REIT in den Niederlanden)
FGR	Fonds voor gemene Rekening (≙ offener Fonds in den Niederlanden)
FK	Fremdkapital
G-REIT	German Real Estate Investment Trust (≙ REIT in Deutschland)
IFD	Initiative Finanzstandort Deutschland
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
L-SIR	Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées (≙ Gesetz vom 12. Mai 2014 über regulierte Immobiliengesellschaften in Belgien)
NV	Naamloze Vennootschap (≙ Aktiengesellschaft in den Niederlanden)
PLC	Public Limited Company (≙ Aktiengesellschaft in Großbritannien)
REIT	Real Estate Investment Trust
REITG	Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
SA	Société Anonyme
SCA	Société en Commandite par Action
Sec.	Section
SICAFI	Société d'Investissement à Capital fixe en immobilier (≙ REIT in Belgien)
SIIC	Sociétés d'Investissements immobiliers cotées (≙ REIT in Frankreich)
SIR	Société Immobilière Réglementée (≙ BE-REIT)
UK-REIT	United Kingdom Real Estate Investment Trust (≙ REIT in Großbritannien)
US-REIT	United States Real Estate Investment Trust (≙ REIT in den USA)
Vpb	Wet op de Vennootschapsbelasting (≙ Gesetz zur Körperschaftssteuer in den Niederlanden)

Tabellen

Tabelle 1:	Übersicht der G-REITs nach Marktkapitalisierung in Deutschland (Stand 01/2018) Fehler! Textmarke nicht definiert.
Tabelle 2:	Erforderliche Unternehmensstruktur von G-REITs 6
Tabelle 3:	Zulässige Geschäftstätigkeiten von G-REITs 7
Tabelle 4:	Statustests für G-REITs 7
Tabelle 5:	Top 5 UK-REITs nach Marktkapitalisierung in Großbritannien (Stand 01/2018) 8
Tabelle 6:	Erforderliche Unternehmensstruktur von UK-REITs 9
Tabelle 7:	Zulässige Geschäftstätigkeiten von UK-REITs 9
Tabelle 8:	Statustests für UK-REITs 10
Tabelle 9:	Top 5 SIICs nach Marktkapitalisierung in Frankreich (Stand 01/2018) 11
Tabelle 10:	Erforderliche Unternehmensstruktur von SIICs 12
Tabelle 11:	Zulässige Geschäftstätigkeiten von SIICs 12
Tabelle 12:	Statustests für SIICs 13
Tabelle 13:	Übersicht der FBIs nach Marktkapitalisierung in den Niederlanden (Stand 01/2018) 14
Tabelle 14:	Erforderliche Unternehmensstruktur von FBIs 15
Tabelle 15:	Zulässige Geschäftstätigkeiten von FBIs 15
Tabelle 16:	Statustests für FBIs 16
Tabelle 17:	Top 5 BE-REITs nach Marktkapitalisierung in Belgien (Stand 01/2018) 17
Tabelle 18:	Erforderliche Unternehmensstruktur von BE-REITs 18
Tabelle 19:	Zulässige Geschäftstätigkeiten von BE-REITs 18
Tabelle 20:	Statustests für BE-REITs 19

1 Einleitung

In den vergangenen ca. 20 Jahren sind in vielen Ländern der Erde, insbesondere in Europa, Gesetze verabschiedet bzw. geändert worden, um die Errichtung sogenannter „Real Estate Investment Trusts“ (REITs) zu ermöglichen. Die Geschichte dieser Investmentvehikel geht zurück auf den sogenannten „Massachusetts Business Trust“ oder einfach „Massachusetts Trust“. In Deutschland kaum bekannt ist der Umstand, dass diese Unternehmensrechtsform im US-Bundesstaat Massachusetts bereits seit sehr langer Zeit existiert. Die erste Gründung eines solchen Trusts wird in das Jahr 1827 verortet.¹

Bereits in frühen Jahren stellte der Steuervorteil eine wesentliche Eigenschaft der Trusts dar. So wurde schon im Jahr 1911 vom US-Supreme-Court eine Entscheidung über die Besteuerung derartiger Trusts gefällt.² Während die Regierung im Steuerinteresse die Auffassung vertrat, der Massachusetts Trust „quakt wie eine Körperschaft, läuft wie eine Körperschaft und ist daher wie eine Körperschaft zu besteuern“³, entschied der Supreme-Court, dass ein Massachusetts Trust auf der Ebene der Körperschaft nicht zu besteuern sei. Dies ist bis heute ein wesentliches Kennzeichen der REITs geblieben. Interessanter Weise war der wesentliche Vermögensgegenstand eines der Trusts, um den es seinerzeit in der Entscheidung des US Supreme-Courts ging, eine Immobilie. Es handelt sich somit im Grunde schon um eine Art Real Estate Investment Trust, wenngleich dieser Begriff erst sehr viel später geprägt wurde.

Bis heute ist auch international die Steuerfreiheit auf Ebene der Körperschaft ein grundlegendes Wesensmerkmal dieser Rechtsform geblieben. Das Investmentprodukt REIT erscheint vor allem hierdurch als international normiertes Konstrukt. Dabei wird leicht übersehen, dass die einzelnen Staaten, die die Rechtsform eines REITs geschaffen haben, durchaus sehr unterschiedliche Detailregelungen für diese Investmentvehikel getroffen haben. An diese Beobachtung schließt die Frage an, wie sich das REIT-Segment in den einzelnen Ländern vor dem Hintergrund der unterschiedlichen rechtlichen Regelungen bisher entwickelt hat.

Nach einem Definitionsteil beschreibt dieser Aufsatz in Form einer Bestandsaufnahme den aktuellen Status des REIT-Segments in verschiedenen europäischen Ländern. Diese sind namentlich Deutschland, Großbritannien, Frankreich, die Niederlande und Belgien. Die Auswahl der betrachteten Länder begründet sich dahingehend, dass Deutschland, Großbritannien und Frankreich die drei größten Volkswirtschaften Europas sind und daher die größten Immobilienvolumina aufweisen, während die Niederlande und Belgien die ersten beiden europäischen Länder waren, die REIT-Strukturen eingeführt haben und dementsprechend die längste Historie bezüglich REITs aufweisen. Neben der Einführung in die Historie, Besonderheiten der REIT-Regime sowie Marktkapitalisierung der REITs werden die jeweiligen rechtlichen Rahmenbedingungen in den entsprechenden Ländern vorgestellt. Ein vergleichendes Fazit schließt diesen Beitrag ab.

¹ Vgl. International Business Publications, USA (2009), S. 254.

² Vgl. US-Supreme Court: *Eliot v. Freeman*, 220 U.S. 178 (1911).

³ Eigene Übersetzung aus: Duhaime's Law Dictionary (2018).

2 Grundlagen eines Real Estate Investment Trusts

Die Konstruktion des Real Estate Investment Trust gehört zu den weltweit wichtigsten Immobilien-Investmentvehikeln. Es besteht zwar keine einheitliche Rechtsform, in der REITS in den diversen Ländern registriert sind, es lässt sich aber sagen, dass ein REIT in den häufigsten Fällen eine Sonderform von börsennotierten Aktiengesellschaften annimmt.⁴ REITS gehören zu den weltweit wichtigsten Immobilien-Investmentvehikeln. Das operative Geschäft besteht aus dem Besitz, der Entwicklung und der Verwaltung des eigenen Immobilienbestandes und entspricht demnach den Geschäftstätigkeiten einer herkömmlichen Immobilienaktiengesellschaft.⁵ Die Gewinngenerierung erfolgt aus der Vermietung und Verpachtung eigener Immobilien, Zinsgewinnen sowie Gewinnen aus der Veräußerung von Immobilien.

REITs unterliegen strengen Regulierungen, die zu einer hohen Transparenz führen, sich aber länderspezifisch stark unterscheiden. Sie besitzen im Unterschied zu herkömmlichen Immobilienaktiengesellschaften einen steuerlichen Sonderstatus.⁶ Die Erträge aus den Immobilienaktivitäten sind bei Erfüllung bestimmter Kriterien üblicherweise von der Zahlung der Ertragssteuern auf Ebene der Körperschaft, also des Trusts, befreit, müssen aber zu einem Großteil als Dividende an die Anteilseigner ausgeschüttet werden (Ausschüttungsquoten von mindestens 80 %).⁷ Die Besteuerung erfolgt demnach ausschließlich auf der Seite der Anteilseigner.⁸ Nach Angaben der European Public Real Estate Association (EPRA) haben REITs im 2018 weltweit eine Marktkapitalisierung von 1,5 Billionen Euro erreicht.⁹ Mit einer Marktkapitalisierung von über 900 Milliarden Dollar besitzen die USA den größten REIT-Markt weltweit. Der europäische REIT-Markt liegt mit insgesamt 200 Milliarden Dollar deutlich darunter.

Real Estate Investment Trusts wurden unter diesem Namen erstmalig im Jahr 1960 in den USA eingeführt (US-REITs). Als „neues“¹⁰ Anlagevehikel sollte es Investitionsmöglichkeiten in größere Immobilienbestände mit professionellem Management für das breite Investorenspektrum realisieren.¹¹ Eine vollständige Akzeptanz von REITs als Anlagemöglichkeit wurde jedoch erst in den 1990er-Jahren erreicht. Eine der wichtigsten Gesetzesänderungen war der „Tax Reform Act“, der die Chancengleichheit von REITs mit direkten Immobilieninvestments und geschlossenen Immobilienfonds gewährleistete. Im Laufe der Zeit fanden weitere gesetzliche Ergänzungen statt, unter anderem 1993 durch den „Omnibus Budget Reconciliation Act“, 1997 durch den „REIT Simplification Act“ und 1999 mit dem „REIT Modernization Act“.¹²

⁴ Vgl. ZEW / ebs Department of Real Estate (Hrsg.) 2005, S. 13f.; Rebitzer (2016) S. 36.

⁵ Vgl. Schäfer (2007), S. 22. Nicht berücksichtigt sind hier Mortgage-REITs, siehe Ausführungen weiter unten!

⁶ Vgl. Pfnür (2011), S. 154.

⁷ Vgl. Bone-Winkel et al. (2008), S. 25.

⁸ Vgl. Schulte / Holzmann / Wurstbauer (2016), S. 141.

⁹ Vgl. Jasik-Cainzos (2018).

¹⁰ Die Konstruktion des Massachusetts Business Trust bestand schon seit Jahrzehnten – war demnach nicht mehr neu.

¹¹ Schäfer (2007), S. 2.

¹² Vgl. Edwards (2017), S. 242 ff.

Lossau, Focke

Eine Einführung von REITs hat ökonomische Vorteile für die Immobilienwirtschaft des jeweiligen Landes. Durch die Implementierung eines REIT-Regimes kann der Immobilienanlagemarkt tiefergehend professionalisiert werden und internationales Kapital sowie Know-How über den Immobilienmarkt ins jeweilige Land fließen.¹³ Neben der Schaffung einer weiteren Anlageklasse nehmen zudem die Transparenz des Immobilienmarktes durch die strengeren Berichtspflichten von Aktiengesellschaften und die Anforderungen durch die internationalen Investoren zu.¹⁴

Unter Real Estate Investment Trusts versteht man im internationalen Kontext grundsätzlich Equity REITs, die Immobilienbesitzgesellschaften darstellen, also ihr Vermögen ausschließlich in Immobilien investieren.¹⁵ Daneben gibt es insbesondere in den USA sogenannte Mortgage REITs, die das Trustvermögen in Immobilienkredite bzw. Hypothekenforderungen anstatt in Eigenkapitalbeteiligungen investieren. Die dort ebenfalls anzutreffenden Hybrid REITs sind eine Mischform der beiden genannten Ausprägungen.¹⁶ Zudem können REITs hinsichtlich ihrer Immobilieninvestitionen in „specialized“ REITs, die ihren Fokus auf eine Immobiliennutzungsart legen, und „diversified“ REITs klassifiziert werden, die in eine Vielzahl von unterschiedlichen Nutzungsarten investieren.¹⁷

¹³ Vgl. Schäfer (2007), S. 10.

¹⁴ Vgl. Mrotzek (2016), S. 290.

¹⁵ Vgl. Wechsler (2013), S. 43 f.

¹⁶ Vgl. Rehkugler / Sotelo (2009), S. 18.

¹⁷ Vgl. Pfeffer (2008), S. 39 f.

3 Die untersuchten REIT-Regime und -Märkte im Einzelnen

Aufgrund der zahlreichen Unterschiede in den europäischen REIT-Strukturen lassen sich keine identischen REIT-Regime identifizieren.¹⁸ Die Unterschiede gründen auf dem nationalstaatlichen Recht, der steuerlichen Souveränität der einzelnen Staaten und divergierenden Interessenlagen.¹⁹ Des Weiteren liegt in der individuellen nationalstaatlichen Konzeption die Chance zur vorteilhaften Position im EU-internen Wettbewerb und somit in der stärkeren Partizipation an den internationalen Kapitalströmen. Bereits zum Zeitpunkt der REIT-Einführung in Deutschland wurde erwartet, dass die Ausgestaltung der jeweiligen nationalen REIT-Struktur ein wichtiger Einflussfaktor für die Akzeptanz der REITs am Kapitalmarkt sowie für deren Performanceentwicklung sein würde.²⁰

Die geschaffenen REIT-Regulierungen in den einzelnen Ländern werden auf absehbare Zeit unterschiedlich bleiben, jedenfalls ist derzeit keine Änderung etwa hin zu einer Vereinheitlichung absehbar.

Im Folgenden werden die REIT-Regime von Deutschland, Großbritannien, Frankreich, den Niederlanden und Belgien anhand von ausgewählten Charakteristika vorgestellt. Es ist anzumerken, dass bei der Vorstellung der REIT-Strukturen vom Regelfall ausgegangen wird. Nach einer kurzen Einführung in die Historie und Besonderheiten des REIT-Marktes erfolgt eine Darstellung der REIT-Regime im Hinblick auf die erforderlichen Unternehmensstrukturen, Restriktionen ihrer Geschäftstätigkeiten sowie Anforderungen zur Erhaltung des REIT-Status (Status Tests). Während bei der Vorstellung der Unternehmensstruktur die wesentlichen Unterschiede der jeweiligen Rechtsform, Börsennotierung und Kapitalanforderungen aufgezeigt werden, werden die unterschiedlichen Restriktionen zu Geschäftstätigkeiten mit unregelmäßiger Cashflow-Generierung dargelegt, durch deren Einschränkung die Wettbewerbsgleichheit trotz des steuerlichen Sonderstatus von REITs gegenüber Projektentwicklern und anderen Immobiliendienstleistern gewährleistet wird.²¹

Zur übersichtlichen Gestaltung und Vergleichbarkeit sind im Folgenden für jedes Land Tabellen aufgeführt, die die wichtigsten Merkmale darlegen.²²

¹⁸ Vgl. Schäfer (2007), S. 21.

¹⁹ Vgl. Hughes / Lewis (2008), S. 88 ff., Eichholtz / Kok (2007), S. 3 f. und Hughes (2005), S. 1.

²⁰ Vgl. Schäfer (2007), S. 21.

²¹ Vgl. Rehkugler / Sotelo (2009), S. 23. Anhand von sogenannten Status Tests wird regelmäßig überprüft, ob die jeweiligen Anforderungen zur Aufrechterhaltung des REIT-Status erfüllt werden. Diese Prüfungen bestehen aus dem Asset Test zur Investitionsstruktur, dem Income Test zur Ertragsstruktur, dem Gearing Test zur Finanzierungsstruktur, dem Distribution Test zu den Ausschüttungsquoten und dem Ownership Test zur Gesellschafterstruktur. Sofern die Vorgaben nicht erfüllt werden, können Sanktionen bis hin zum Verlust des REIT-Status verhängt werden. Vgl. hierzu: Cadmus (2009), S. 41ff.

²² Während Anlage 1 zur verbesserten Übersicht die Marktkapitalisierung wichtiger europäischer REITs zusammenfasst, stellt Anlage 2 eine Gesamtübersicht der unterschiedlichen europäischen REIT-Regime dar.

3.1 Deutschland

In Deutschland wurde das „Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen“ (REITG) zur Einführung von deutschen REITs – sogenannten G-REITs – 2007 verabschiedet, nachdem bereits seit 2003 Diskussionen zur Einführung von REITs im Rahmen der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) stattgefunden haben.²³ Die Intention der Einführung von Real Estate Investment Trusts in Deutschland lag in der Steigerung der Professionalisierung der Immobilienwirtschaft, der Herstellung der Wettbewerbsgleichheit gegenüber anderen europäischen Finanz- und Immobilienstandorten und der Stärkung des Wirtschaftsstandortes.²⁴ Zum aktuellen Stand gibt es insgesamt fünf G-REITs mit einer Marktkapitalisierung von rund 3,3 Mrd. €, wodurch sie international nur eine marginale Bedeutung besitzen (s. Tab. 1).

Tabelle 1: Übersicht der G-REITs nach Marktkapitalisierung in Deutschland (Stand 01/2018)²⁵

G-REIT	Marktkapitalisierung [Mio. €]	Investitionen in	REIT seit
alstria office REIT-AG	1.980,56	Büro	2007
Hamborner REIT-AG	787,29	Einzelhandel, Fachmärkte, Büro	2010
Deutsche Konsum REIT-AG	272,99	Einzelhandel	2016
Deutsche Industrie REIT-AG	136,70	Light-Industrial Immobilien	2018
Fair Value REIT-AG	117,05	Einzelhandel, Büro	2007

Grundsätzlich eignet sich Deutschland aufgrund der hohen Eigenbesitzanteile von Unternehmen an Immobilien und möglicher Steuervorteile im Falle der Liquidierung der Immobilien für eine Implementierung eines REIT-Regimes.²⁶ Mit der Einführung der REIT-Strukturen ist man davon ausgegangen, dass German Real Estate Investment Trusts bereits bis 2011 einen Markt von fast 100 Mrd. € umfassen werden.²⁷ Bei genauer Betrachtung des heutigen REIT-Marktes ist dieser im Hinblick auf das potenzielle Immobilienvolumen jedoch wenig ausgeprägt. Die Gründe für den begrenzten Erfolg der eingeführten REIT-Strukturen sind vielfältiger Natur. Als Hauptursachen sind das Anlegerverhalten und die Struktur des deutschen Immobilienmarktes anzuführen, denen durch die Einführung von REITs ursprünglich entgegengewirkt werden sollte.²⁸

²³ Vgl. Schäfer (2007), S. 3.

²⁴ Vgl. Deutsche Börse (2018).

²⁵ Siehe Anlagen.

²⁶ Vgl. Hillebrand (2007), S. 81.

²⁷ Vgl. Johann (2011).

²⁸ Schäfers et al. (2016), S. 120.

Während Frankreich und Großbritannien über einen ausgereifteren Markt für börsengehandelte Immobilienanlagen verfügten, konnten sich in Deutschland erst in der jüngeren Vergangenheit einige Immobilienaktiengesellschaften am Kapitalmarkt durchsetzen.²⁹ Das Anlegerverhalten deutscher Investoren charakterisiert sich durch eine verhältnismäßig niedrige Aktienaffinität, während Fonds aufgrund ihrer geringen Volatilitäten einen hohen Stellenwert besitzen. Neben dem Umstand, dass die Startphase deutscher REITs im Jahr 2007 durch ein instabiles Umfeld während der Finanzkrise massiv abgebremst wurde, sehen Experten zudem Konstruktionsfehler im deutschen REIT-Regime.³⁰ Der Trend einer Zunahme von Börsennotierungen durch Wohnungsgesellschaften, der seit 2007 erkennbar ist, findet aufgrund des Erwerbsverbots von vor 2007 erbauten Bestandsimmobilien keinen maßgeblichen Einfluss auf den deutschen REIT-Markt.³¹ Um die Attraktivität des REIT-Regimes in Deutschland zu verbessern und Potenziale freisetzen zu können, fordern Fachleute eine Überarbeitung der bestehenden Gesetzesstrukturen, da ohne Veränderungen der aktuellen Strukturen die Real Estate Investment Trusts an den Kapitalmärkten Deutschlands auch in Zukunft keine große Rolle spielen werden.³²

G-REITs unterliegen mit Ausnahme des Unternehmensgegenstandes und der Höhe des Grundkapitals in der Unternehmensstruktur denselben Vorschriften wie herkömmliche Aktiengesellschaften. Es sind neben der Börsennotierung in einem regulierten Markt des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) auch der Sitz und die Geschäftsleitung im Inland sowie eine Kapitalausstattung von mindestens 15 Mio. € verpflichtend (s. Tab. 2).³³ G-REITs sind zudem dazu verpflichtet, das Kürzel „REIT-AG“ in ihren Namen zu tragen.³⁴

Tabelle 2: Erforderliche Unternehmensstruktur von G-REITs

Rechtsform	Unternehmenssitz im Inland	Börsennotierung	Kapitalausstattung
Aktiengesellschaft (AG)	Sitz und Geschäftsleitung	✓	15 Mio. €

Der Unternehmensgegenstand von G-REITs wird als „Erwerb und Halten von Eigentum oder dinglichen Nutzungsrechten an in- und ausländischem unbeweglichem Vermögen, Verwaltung im Rahmen der Vermietung, der Verpachtung und des Leasings einschließlich immobiliennaher Hilfstätigkeiten sowie Veräußerung“³⁵ definiert. Immobiliennahe Nebentätigkeiten, zu denen Leistungen der Projektentwicklung für den eigenen Bestand im Gegensatz zu Leistungen für den externen Bestand uneingeschränkt gehören, sind bis zu einer Höhe von 20 % der Gesamterträge zulässig (s. Tab. 3).³⁶ Neben dem Verbot des reinen

²⁹ Vgl. Schäfers et al. (2016), S. 112.

³⁰ Vgl. Schulte et al. (2016), S. 625, i.V.m. Becker et al. (2005), Sotelo et al. (2006) und Funk / Sotelo (2013).

³¹ Vgl. Rebitzer (2016), S. 36.

³² Vgl. Funk / Sotelo (2013), S. 147.

³³ Vgl. § 4 REITG.

³⁴ Vgl. § 6 REITG.

³⁵ Müller (2010), S. 11 i.V.m. § 1 (1) Nr. 1 REITG.

³⁶ Vgl. § 3 REITG (2007).

Immobilienhandels³⁷ existiert aus Gründen des Mieterschutzes eine sektorale Restriktion durch den Ausschluss von Bestandswohnimmobilien als Vermögensgegenstand, sofern sie vor 2007 erbaut wurden.³⁸ Im Unterschied zu anderen REIT-Regimen erfolgt für G-REITs eine steuerliche Privilegierung für die gesamten Tätigkeiten des Unternehmens sowohl im Sinne einer Befreiung von der Körperschaftssteuer als auch von der Gewerbesteuer.³⁹

Tabelle 3: Zulässige Geschäftstätigkeiten von G-REITs

Immobiliennahe Nebentätigkeiten	Projektentwicklungen	Immobilienhandel	Steuerbefreiung
≤ 20 % der Gesamterträge	Begrenzt zulässig	✗	Auf Gesamterträge

Sowohl für die Anlage in vorrangig direkte Immobilieninvestitionen als auch für die Erträge aus Immobilienvermögen liegen die Grenzen der Mindestanteile am Gesamtvermögen bzw. an den Gesamterträgen des Unternehmens bei 75 % (s. Tab. 4).⁴⁰ Das Mindesteigenkapital eines G-REITs darf 45 % des unbeweglichen Vermögens nicht unterschreiten, muss jedoch mindestens 15 Mio. € aufweisen.⁴¹ Die Ausschüttungsquote liegt sowohl für die Einkünfte als auch für die Veräußerungsgewinne bezogen auf das Geschäftsjahr bei 90 %.⁴² Hinsichtlich der Gesellschafterstruktur muss der Streubesitzanteil durchgängig mindestens 15 % betragen (zur Konversion 25 %). Außerdem darf ein einzelner Investor nicht mehr als 10 % der Anteile besitzen.⁴³

Tabelle 4: Statustests für G-REITs

Immobilieninvestitionen (Asset Test)	Erträge aus Immobilien (Income Test)	Finanzstruktur (Gearing Test)	Ausschüttungsquote (Distribution Test)	Gesellschafterstruktur (Ownership Test)
≥ 75 % des Gesamtvermögens	≥ 75 % des Gesamtertrags	Eigenkapital ≥ 45 % des Immobilienvermögens (mind. 15 Mio. €)	≥ 90 % der Einkünfte	≤ 10 % des Aktienvolumens an einz. Investor
			≥ 90 % der Veräußerungsgewinne	≥ 15 % der Aktien im Streubesitz

³⁷ Gemäß § 14 (1) und (2) REITG liegt Immobilienhandel liegt vor, sofern innerhalb von 5 Jahren mehr als 50 % der Immobilien veräußert werden.

³⁸ Vgl. § 3 (9) REITG (2007).

³⁹ Vgl. § 16 REITG (2007).

⁴⁰ Vgl. § 12 (2) a) und (3) a) REITG (2007).

⁴¹ Vgl. § 15 REITG (2007).

⁴² Vgl. § 13 REITG (2007).

⁴³ Vgl. § 11 (1) und (4) REITG (2007).

3.2 Großbritannien

In Großbritannien nehmen Real Estate Investment Trusts die Form eines UK-REITs an. Sie wurden 2007 durch den „Finance Act 2006“ im europäischen Vergleich relativ spät eingeführt. Während sich zur Einführung am 1. Januar 2007 bereits neun Immobilienunternehmen zu einem UK-REIT umgewandelt hatten, haben bereits nach kurzer Zeit weitere Unternehmen nachgezogen.⁴⁴ In den Jahren zwischen 2012 und 2014 wurden ergänzende Bestimmungen zur Steigerung der Attraktivität von britischen REITs konzipiert. Zum heutigen Stand gibt es 44 UK-REITs, deren Marktkapitalisierung 60 Mrd. € übersteigt.⁴⁵ In Tabelle 5 erfolgt eine Darstellung der fünf größten UK-REITs nach deren Marktkapitalisierung.

Tabelle 5: Top 5 UK-REITs nach Marktkapitalisierung in Großbritannien (Stand 01/2018)⁴⁶

UK-REIT	Marktkapitalisierung [Mio. €]	Investitionen in	REIT seit
Land Securities Group	8.419,77	Shopping-Center, Büro, Fachmärkte	2007
British Land Company	7.796,30	Büro, Einzelhandel	2007
SEGRO	6.632,32	Light Industrial Immobilien	2007
Hammerson	4.894,29	Shopping-Center, Fachmärkte	2007
Derwent London	3.915,71	Büro, Einzelhandel	2007

Während in Deutschland Immobilienaktiengesellschaften im Verhältnis zu REITs stärker vertreten sind, sind börsennotierte Immobiliengesellschaften in Großbritannien überwiegend in der Form eines Real Estate Investment Trusts vorzufinden.⁴⁷ Wie auch G-REITs haben UK-REITs aufgrund des gleichen Einführungsjahres die Folgen der Wirtschaftskrise erfahren. Durchschnittliche Verluste von 42 % des Kapitalwertes haben die Immobiliengesellschaften schwer getroffen, von denen sich nur wenige erholt haben.⁴⁸ Die Marktkapitalisierung der UK-REITs von über 50 Mrd. € im Einführungsjahr 2007 wurde im Vergleich zu 2017 mit knapp über 60 Mrd. € nur unwesentlich übertroffen.⁴⁹ In der Vergangenheit haben sich UK-REITs stabilisiert und seit 2007 insgesamt bessere Performances als gewöhnliche Immobilienaktiengesellschaften erzielt.⁵⁰ Als wichtigste Immobilieninvestments von UK-REITs gelten Gewerbeimmobilien in London.⁵¹

⁴⁴ Sieracki (2013), S. 103 f.

⁴⁵ Walker (2017), S. 169.

⁴⁶ Siehe Anlage 1.

⁴⁷ Vgl. Newell / Marzuki (2016), S. 177.

⁴⁸ Vgl. Sieracki (2013), S. 115.

⁴⁹ Vgl. Adams (2015), S. 62 i.V.m. Walker (2017), S. 169.

⁵⁰ Vgl. Sieracki (2013), S. 115.

⁵¹ Vgl. Newell / Marzuki (2016), S. 175.

Die Gesellschaftsform für Real Estate Investment Trusts in Großbritannien ist eine Public Limited Company (PLC), also das britische Pendant zur deutschen Aktiengesellschaft (s. Tab. 6). Von UK-REITs wird lediglich eine Steueransässigkeit im Inland verlangt.⁵² Zudem herrscht eine Verpflichtung zur Börsennotierung an der London Stock Exchange oder einer anderen anerkannten Börse.⁵³ Die Kapitalausstattung ist nicht gesetzlich vorgegeben, bedingt sich aber durch das erforderliche Kapital als Aktiengesellschaft und für die Börsennotierung.⁵⁴

Tabelle 6: Erforderliche Unternehmensstruktur von UK-REITs

Rechtsform	Unternehmenssitz im Inland	Börsennotierung	Kapitalausstattung
Aktiengesellschaft (PLC)	Steueransässigkeit	✓	ca. 860.000 €

Die Geschäftstätigkeiten von UK-REITs werden dem Vermietungsgeschäft zugeordnet („Property rental business“).⁵⁵ In Großbritannien erfolgt eine Steuerbefreiung nur auf privilegierte Geschäftstätigkeiten (vorrangig Einkünfte aus direkten und indirekten Immobilieninvestitionen sowie Veräußerungen), sogenanntes „ring-fencing business“ (s. Tab. 7).⁵⁶ Dies führt dazu, dass ein UK-REIT steuerlich wie zwei getrennte Unternehmen behandelt wird. Nebentätigkeiten, zu denen unter anderem Immobilienhandel und Projektentwicklungen gehören, sind auf maximal 20 % der Gesamterträge des Unternehmens beschränkt und können unter Umständen nicht zu den privilegierten Geschäftstätigkeiten zählen. Projektentwicklungen für den internen Bestand sind zulässig, sofern sie maximal 30 % des Verkehrswertes aller Immobilien des Trusts betragen und die entwickelten Objekte mindestens drei Jahre nach Abschluss der Entwicklung im Bestand verbleiben.⁵⁷ Für den externen Bestand sind Projektentwicklungen nicht privilegiert.

Tabelle 7: Zulässige Geschäftstätigkeiten von UK-REITs

Immobiliennahe Nebentätigkeiten	Projektentwicklungen	Immobilienhandel	Steuerbefreiung
≤ 20 % der Gesamterträge	Begrenzt zulässig	Begrenzt zulässig	Auf privilegierte Geschäftstätigkeiten

⁵² Vgl. Sec. 106 (3), Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁵³ Vgl. Sec. 106 (5), Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁵⁴ Vgl. Sec. 106, Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁵⁵ Vgl. Sec. 103 und 104, Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁵⁶ Vgl. Sec. 113, Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁵⁷ Vgl. Sec. 125 (7), Finance Act 2006 – Chapter 25.

Das britische Gesetz setzt als einziges Regime eine Mindestanzahl an Objekten innerhalb des REITs fest. Das Immobilienportfolio eines UK-REITs muss demnach aus mindestens drei Immobilien bestehen (s. Tab. 8).⁵⁸ Zusätzlich darf ein einzelner Wert eines Objektes maximal 40 % des gesamten Immobilienvermögens betragen.⁵⁹ Analog zu G-REITs müssen UK-REITs mindestens 75 % des Gesamtertrags aus Vermögensgegenständen erwirtschaften, die der privilegierten Geschäftstätigkeit dienen („tax-exempt business“)⁶⁰, sowie einen Anteil der privilegierten Geschäftstätigkeiten von mindestens 75 % der Gesamterträge ausmachen.⁶¹ Nach dem Gearing Test dürfen die Fremdkapitalkosten maximal 80 % des Jahresgewinnes ergeben.⁶² Während die Ausschüttungsquote für die Einkünfte der privilegierten Geschäftstätigkeiten 90 % beträgt, existiert keine definierte Ausschüttungsquote für Veräußerungsgewinne.⁶³ Bei den Anforderungen an die Gesellschafterstruktur wird ein Mindeststreubesitzanteil von 35 %⁶⁴ und eine Begrenzung in der maximalen Beteiligung einzelner Gesellschafter von 10 % analog zu G-REITs festgelegt.⁶⁵

Tabelle 8: Statustests für UK-REITs

Immobilien- investitionen (Asset Test)	Erträge aus Immobilien (Income Test)	Finanzstruktur (Gearing Test)	Ausschüttungs- quote (Distribution Test)	Gesellschafter- struktur (Ownership Test)
≥ 75 % des Gesamt- vermögens	≥ 75 % des Gesamtertrags	Fremdkapital- kosten ≤ 80 % des Gesamtertrags	≥ 90 % der Einkünfte	≤ 10 % des Aktienvolumens an Einzelinvestor
Mind. 3 Objekte (max. 40 % je Objekt)				≥ 35 % der Aktien im Streubesitz

⁵⁸ Vgl. Sec. 107 (3), Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁵⁹ Vgl. Sec. 107 (4), Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁶⁰ Vgl. Sec. 108 (3), Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁶¹ Vgl. Sec. 108 (2), Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁶² Vgl. Sec. 115, Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁶³ Vgl. Sec. 107 (8), Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁶⁴ Indirekt über die Voraussetzung einer Aktiengesellschaft nach Sec. 106, Finance Act 2006 – Chapter 25.

⁶⁵ Vgl. Sec. 114, Finance Act 2006 – Chapter 25.

3.3 Frankreich

Frankreich hat Real Estate Investment Trusts als drittes europäisches Land nach den Niederlanden und Belgien im Jahr 2003 eingeführt. Französische REITs werden als SIICs („Sociétés d’Investissements immobiliers cotées“) bezeichnet. Das französische REIT-Segment umfasst 32 REITs mit einer Marktkapitalisierung von ca. 75 Mrd. € und stellt damit den größten europäischen REIT-Markt dar.⁶⁶ Das SIIC-Regime hat bereits mehrere europäische Unternehmen angezogen, wie unter anderem Wereldhave (Niederlande), Hamneron (Großbritannien) oder Cofinimmo (Belgien), die zusätzlich zu ihrem ländereigenen REIT-Status auch den SIIC-Status in Frankreich besitzen.⁶⁷ Der ursprünglich niederländische REIT Unibail-Rodamco ist mit einer Marktkapitalisierung von über 20 Mrd. € der größte Real Estate Investment Trust in Europa (s. Tab. 9).

Tabelle 9: Top 5 SIICs nach Marktkapitalisierung in Frankreich (Stand 01/2018)⁶⁸

SIIC	Marktkapitalisierung [Mio. €]	Investitionen in	REIT seit
Unibail-Rodamco	20.967,04	Shopping-Center	2003 ⁶⁹
Gecina	11.585,43	Büro, Wohnen	2003
Klépierre	11.525,86	Shopping-Center	2003
Covivio	7.069,93	Büro, Hotel, Wohnen	2003
Icade	6.071,93	Büro, Healthcare	2003

Anders als in Deutschland und Großbritannien gibt es in Frankreich kaum mehr klassische Immobilienaktiengesellschaften. Die Mehrheit der Unternehmen hat zur Möglichkeit des SIIC-Status optiert.⁷⁰ Zwischen 2004 und 2012 wurden regelmäßige Änderungen der REIT-Strukturen durchgeführt, die das Wachstum und die Attraktivität für Investoren gesteigert haben.⁷¹ Diese Änderungen beinhalten Erweiterungen der ins Portfolio zugelassenen Immobiliennutzungsarten, Verbesserungen des Steuersystems und Gründungen von Joint Ventures.⁷² Die Finanzkrise hat auch den REIT-Markt in Frankreich getroffen, jedoch hat sich der Markt durch starke Performances von 2010 bis 2012 schnell wieder erholt.⁷³ In den Jahren nach der Finanzkrise haben viele Unternehmen fusioniert. Durch diese Konsolidierung hat sich die Gesamtanzahl der SIICs, die zwischenzeitlich bis auf 48 gestiegen war, reduziert.⁷⁴ Französische REITs, welche den französischen Immobilienmarkt positiv beeinflusst haben, gelten als Erfolgsmodell und werden als eines der wichtigsten europäischen

⁶⁶ Aubrée (2017), S. 35.

⁶⁷ Aubrée (2017), S. 35.

⁶⁸ Siehe Anlage 1.

⁶⁹ Unibail-Rodamco hatte bereits von 1969 bis 2010 den Status eines FBIs in den Niederlanden und optierte 2003 zusätzlich zum SIIC-Status.

⁷⁰ Newell / Adair / Nguyen (2013), S. 579 f.

⁷¹ Nappi-Choulet (2013), S. 94 f.

⁷² Newell / Adair / Nguyen (2013), S. 577.

⁷³ Newell / Adair / Nguyen (2013), S. 577.

⁷⁴ Nappi-Choulet (2013), S. 96 f.

Immobilieninvestmentvehikel angesehen.⁷⁵ Insbesondere die Änderungen im Wandel der Anteilseignerstruktur, Optimierungen der Exit Tax und in der Behandlung von ausländischen Anteilseignern, die zu einer Steigerung der Marktkapitalisierung und der Attraktivität für ausländische Investoren sowie einem verbesserten Steuermodell geführt haben, zeigen auf, dass der nationale Immobilienmarkt durch die Implementierung eines REIT-Regimes profitieren kann.⁷⁶

Um von den Privilegien des SIIC-Status durch den Code Général des Impôts (CGI)⁷⁷ zu profitieren, ist neben der alleinigen Steueransässigkeit in Frankreich ebenfalls die Rechtsform einer Société Anonyme (SA), also dem Pendant zur deutschen Aktiengesellschaft, oder einer Société en Commandite par Action (SCA), dem Pendant einer deutschen Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA), vorgeschrieben (s. Tab. 10).⁷⁸ Die Börsennotierung an einem geregelten Markt in Frankreich ist verpflichtend. Die Kapitalausstattung eines SIIC liegt bei mindestens 15 Mio. € Grundkapital.⁷⁹

Tabelle 10: Erforderliche Unternehmensstruktur von SIICs

Rechtsform	Unternehmenssitz im Inland	Börsennotierung	Kapitalausstattung
AG (SA) oder KGaA (SCA)	Steueransässigkeit	✓	15 Mio. €

Die Hauptgeschäftstätigkeit von SIICs liegt in der Anschaffung oder dem Bau von Immobilien ("l'acquisition ou la construction d'immeubles") mit dem Ziel der Vermietung ("en vue de la location").⁸⁰ Vergleichbar zu den britischen REITs erfolgt für SIICs eine Unterteilung der Geschäftstätigkeiten in steuerlich privilegiert („Objet principal“) und nicht privilegierte Geschäftstätigkeiten („Activités accessoires“) (s. Tab. 11).⁸¹ Projektentwicklungen und Immobilienhandel sind für SIICs zulässig, jedoch nicht privilegiert und durch die Begrenzung von Nebentätigkeiten mit einem Anteil von 20 % am Gesamtvermögen beschränkt.

Tabelle 11: Zulässige Geschäftstätigkeiten von SIICs

Immobiliennahe Nebentätigkeiten	Projektentwicklungen	Immobilienhandel	Steuerbefreiung
≤ 20 % der Gesamterträge	Begrenzt zulässig; nicht privilegiert	Begrenzt zulässig; nicht privilegiert	Auf privilegierte Geschäftstätigkeiten

⁷⁵ Vgl. Adams (2015), S. 59 i.V.m. Newell / Adair / Nguyen (2013), S. 577.

⁷⁶ Vgl. Stevenson (2013), S. 25. i.V.m. Adams (2015), S. 59 ff.

⁷⁷ Der Code „Général des Impôts“ (CGI) ist eine Gesetzessammlung für das Steuerrecht in Frankreich.

⁷⁸ Vgl. Art. 208 C (I), CGI.

⁷⁹ Vgl. Art. 208 C (I), CGI.

⁸⁰ Vgl. Art. 208 C (I), CGI.

⁸¹ Vgl. Nr. 13, Bulletin Officiel des Impôts 4 H-5-03, Nr. 158.

Privilegierte Geschäftstätigkeiten müssen entsprechend der Begrenzung der nicht privilegierten Geschäftstätigkeiten mindestens 80 % des Gesamtvermögens betragen (s. Tab. 12). Anforderungen an die Ertragsstruktur und Restriktionen bezüglich der Fremdkapitalaufnahme existieren für SIICs nicht. Seit 2013 liegt die Ausschüttungsquote der Einkünfte des Unternehmens bei mindestens 95 % und der Veräußerungsgewinne bei mindestens 60 %.⁸² Der Streubesitz muss lediglich zum Zeitpunkt der Konversion 15 % betragen.⁸³ Die Beteiligungsobergrenze für einen Gesellschafter an einem SIIC ist auf 60 % begrenzt.⁸⁴

Tabelle 12: Statustests für SIICs

Immobilien- investitionen (Asset Test)	Erträge aus Immobilien (Income Test)	Finanzstruktur (Gearing Test)	Ausschüttungs- quote (Distribution Test)	Gesellschafter- struktur (Ownership Test)
≥ 80 % des Gesamt- vermögens	-	-	≥ 95 % der Einkünfte	≤ 60 % des Aktienvolumens an Einzelinvestor
			≥ 60 % der Veräußerungs- gewinne	Streubesitz nur zur Konversion (15 %)

⁸² Vgl. Art. 208 C (II), CGI.

⁸³ Vgl. Art. 208 C (I), CGI.

⁸⁴ Vgl. Art. 208 C (I), CGI.

3.4 Niederlande

Die Niederlande war das erste Land, das Real Estate Investment Trusts in Europa eingeführt hat. Bereits 1969 wurden die ersten REIT-Strukturen durch das „Wet op de Vennootschapsbelasting“ (Vpb)⁸⁵ etabliert und 2007 an die europäischen Gesetze angepasst. Niederländische REITs werden als FBIs („Fiscale beleggingsinstellingen“) bezeichnet und sollten dem amerikanischen Vorbild folgen, Kleinanlegern die Möglichkeit zu bieten, an den Wertentwicklungen von Immobilien zu partizipieren.⁸⁶ Insgesamt existieren vier niederländische REITs, die eine Marktkapitalisierung von fast 5 Mrd. € aufweisen (s. Tab. 13). Unibail-Rodamco wird als ehemals niederländischer FBI vorliegend nicht aufgelistet, da das Unternehmen seit 2010 den niederländischen REIT-Status abgegeben hat und nur noch den SIIC-Status in Frankreich besitzt.

Tabelle 13: Übersicht der FBIs nach Marktkapitalisierung in den Niederlanden (Stand 01/2018)⁸⁷

FBI	Marktkapitalisierung [Mio. €]	Investitionen in	REIT seit
Eurocommercial Properties	1.799,76	Shopping-Center	1991
Wereldhave	1.610,84	Shopping-Center	1969
VastNed Retail	786,21	Einzelhandel	1986
NSI	638,46	Büro, Einzelhandel	2000

Die geringe Anzahl von nur vier niederländischen Real Estate Investment Trusts im Zeitraum von fast 50 Jahren, die alle ihren Fokus auf Handelsimmobilien besitzen, begründet sich insbesondere in der Konzentrierung des niederländischen Immobiliengeschäfts auf das Unternehmen Rodamco (heute Unibail-Rodamco).⁸⁸ Die Finanzkrise konnte aufgrund der starken Präsenz am Retailmarkt abgefangen werden, insgesamt ist die Performance von FBIs der letzten 25 Jahre jedoch relativ mäßig.⁸⁹ Dementsprechend sieht sich das niederländische REIT-Regime der Kritik ausgesetzt, sich nicht an die Marktverhältnisse angepasst zu haben.⁹⁰ Allen voran hat Unibail-Rodamco – größter europäischer REIT – die starren niederländischen Strukturen kritisiert, die ausnahmslos immobilienferne Aktivitäten verbieten, und sich dementsprechend gezwungen gefühlt, den niederländischen FBI-Status abzugeben und sich auf den französischen REIT-Markt mit attraktiveren Strukturen zu fokussieren.⁹¹ Ein weiterer Grund für den begrenzten Erfolg des niederländischen REIT-Regimes wird beispielsweise von Adams in der zu geringen Marktkapitalisierung gesehen, die zur Erreichung der erforderlichen Immobilienbestände und zur Gewinnung von neuen Kapitalgebern unzureichend sei.⁹² Unseres Erachtens kann jedoch eine geringe Marktkapitalisierung des REIT-Segments nicht die *Ursache* einer geringen Attraktivität sein, sie ist vielmehr deren *Ergebnis*. Immerhin – insoweit ist Adams hier zuzustimmen - ist es vor dem

⁸⁵ „Wet op de Vennootschapsbelasting“ (Vpb) ist das niederländische Gesetz zur Körperschaftssteuer.

⁸⁶ Vgl. Adams (2015), S. 59.

⁸⁷ Siehe Anlage 1.

⁸⁸ Brounen (2013), S. 170.

⁸⁹ Vgl. Brounen (2013), S. 171 f.

⁹⁰ Adams (2015), S. 59.

⁹¹ Vgl. Vastgoedmarkt (2009).

⁹² Adams (2015), S. 60.

Lossau, Focke

Hintergrund des relativ geringen Volumens des niederländischen Immobilien-Assetmarktes dort weniger leicht, den für einen sehr großen REIT erforderlichen Immobilienbestand aufzubauen.

In den Niederlanden ist die Börsennotierung für einen REIT nicht zwingend erforderlich (s. Tab. 14). Neben der niederländischen Aktiengesellschaft (NV = „Naamloze Vennootschap“) sind auch Rechtsformen vergleichbar der deutschen GmbH, (BV = „Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid“) oder dem offenen Fonds (FGR = „Fonds voor gemene Rekening“) zulässig.⁹³ Zur Erlangung des FBI-Status ist ein Unternehmenssitz in den Niederlanden, einem EU-Mitgliedsstaat oder einem Staat, mit dem ein Doppelbesteuerungsabkommen geschlossen wurde, notwendig.⁹⁴ Die Kapitalausstattung für einen FBI ergibt sich aus der jeweiligen Rechtsform und ist für eine „Naamloze Vennootschap“ mit 45.000 € am höchsten.

Tabelle 14: Erforderliche Unternehmensstruktur von FBIs

Rechtsform	Unternehmenssitz im Inland	Börsennotierung	Kapitalausstattung
AG (NV), GmbH (BV) oder offener Fonds (FGR)	Sitz im Inland oder EU-Land	Abhängig von Rechtsform	Abhängig von Rechtsform (bis zu 45.000 €)

Die Hauptgeschäftstätigkeit für einen FBI besteht aus Investitionen in Immobilien („beleggen van vermogen“).⁹⁵ Die gesetzlichen Vorgaben der niederländischen REIT-Struktur sind zum Teil wenig konkret und legen für FBIs lediglich eine passive Geschäftstätigkeit fest.⁹⁶ Dementsprechend liegen Tätigkeiten des Immobilienhandels im Konflikt zum passiven Immobilienanlagecharakter, während der Immobilienverkauf uneingeschränkt zulässig ist und steuerlich privilegiert wird (s. Tab. 15). Projektentwicklungen für den eigenen Bestand sind ausnahmsweise zulässig und werden bei Erfüllung von bestimmten Anforderungen bis zu einer Wertgrenze von 30 % des Verkehrswertes der Projektentwicklung steuerlich privilegiert. Projektentwicklungen für den externen Bestand sind unzulässig. FBIs werden mit einem Steuersatz von 0,0 % besteuert, sind somit rechtlich gesehen körperschaftssteuerpflichtig, aber faktisch von der Steuer befreit.⁹⁷

Tabelle 15: Zulässige Geschäftstätigkeiten von FBIs

Immobiliennahe Nebentätigkeiten	Projektentwicklungen	Immobilienhandel	Steuerbefreiung
✗	Begrenzt zulässig (30 % des Verkehrswertes)	✗	Auf Gesamterträge

⁹³ Spierts / Willemstein (2017), S. 134.

⁹⁴ Vgl. Art. 28 Nr. 2, Vpb.

⁹⁵ Vgl. Art. 28 Nr. 2, Vpb.

⁹⁶ Müller (2010), S. 17.

⁹⁷ Vgl. Art. 9, Besluit Beleggingsinstellingen.

Aufgrund der unscharfen Gesetzgebung sind auch keine Beschränkungen in den Anforderungen an die Strukturen der Immobilieninvestitionen und Erträge aus Immobilien vorhanden (s. Tab. 16). Dementsprechend sind neben direkten und indirekten Immobilieninvestitionen prinzipiell auch Investitionen in andere Anlagegegenstände möglich. FBIs werden in der Finanzstruktur durch eine Fremdkapitalaufnahme von maximal 60 % des Immobilienvermögens und maximal 20 % des sonstigen Anlagevermögens beschränkt.⁹⁸ Während die Ausschüttungsquote für die Einkünfte der Geschäftstätigkeiten 100 % beträgt, existiert keine festgelegte Ausschüttungsquote für Veräußerungsgewinne.⁹⁹ Die Anforderungen an die Gesellschafterstruktur unterscheiden sich je nach Art der Rechtsform. Bei einer Aktiengesellschaft darf ein privater Anleger maximal 25 % der gesamten Anteile besitzen¹⁰⁰, während Körperschaften einen Anteil von bis zu 45 % besitzen dürfen.¹⁰¹

Tabelle 16: Statustests für FBIs

Immobilieninvestitionen (Asset Test)	Erträge aus Immobilien (Income Test)	Finanzstruktur (Gearing Test)	Ausschüttungsquote (Distribution Test)	Gesellschafterstruktur (Ownership Test)
-	-	Fremdkapital ≤ 60 % des Immobilienvermögens	100 % der Einkünfte	≤ 25 % des Aktienvolumens an priv. Anleger
		Fremdkapital ≤ 20 % des sonst. Anlagevermögens		≤ 45 % des Aktienvolumens an inst. Anleger

⁹⁸ Vgl. Art. 28 Nr. 2 a.) Vpb.

⁹⁹ Vgl. Art. 28 Nr. 2 b.) Vpb.

¹⁰⁰ Vgl. Art. 28 Nr. 2 c.) (1) Vpb.

¹⁰¹ Vgl. Art. 28 Nr. 2 c.) (2) Vpb.

3.5 Belgien

Belgien war 1995 nach den Niederlanden das zweite Land, welches REITs in Europa eingeführt hat. Über rund 20 Jahre waren SICAFIs (Société d'Investissement à Capital Fixe en Immobilier) die einzige Form von belgischen REITs, die der Struktur eines Investmentfonds entsprochen haben. Erst 2014 wurden SIRs (Société Immobilière Réglementée), auch BE-REITs genannt, eingeführt. Ausgangspunkt hierfür war die Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) – eine EU-Richtlinie von Juli 2011/12 –, welche Neuerungen für Investmentvehikel vorgesehen hat und binnen zwei Jahren in nationales Recht umgesetzt werden sollte.¹⁰² Aus rechtlichen Gesichtspunkten fielen SICAFIs in ihrer Struktur als Investmentfonds unter die Regelungen der AIFMD. Die Neuerungen haben zu operationellen und finanziellen Konsequenzen für die SICAFIs geführt, wodurch sie seitdem nicht mehr dem ursprünglichen REIT-Modell entsprechen. Zur Gewährleistung der Attraktivität und Wettbewerbsfähigkeit der belgischen Finanzwirtschaft wurde das Vehikel eines BE-REITs mit dem „Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées“ (L-SIR)¹⁰³ und „Arrêté royal du 13 juillet 2014 relatif aux sociétés immobilières réglementées“ (AR-SIR)¹⁰⁴ eingeführt.¹⁰⁵ Um die allgemeinen Vorteile einer REIT-Struktur weiterhin beizubehalten, haben sich alle bis dahin bestehenden SICAFIs in BE-REITs umgewandelt. In Belgien existieren aktuell 17 BE-REITs mit einem Marktvolumen von insgesamt fast 12 Mrd. €, worunter Cofinimmo mit 2,3 Mrd. € die größte Marktkapitalisierung besitzt und neben dem BE-REIT-Status noch den SIIC- und FBI-Status aufweist (s. Tab. 17).¹⁰⁶

Tabelle 17: Top 5 BE-REITs nach Marktkapitalisierung in Belgien (Stand 01/2018)¹⁰⁷

BE-REIT	Marktkapitalisierung [Mio. €]	Investitionen in	REIT seit ¹⁰⁸
Cofinimmo	2.268,24	Büro, Healthcare	1995
Warehouses de Pauw	2.056,33	Büro, Einzelhandel	1999
Aedifica	1.415,05	Healthcare, Wohnen	2005
Befimmo	1.369,77	Büro	1995
Retail Estates	692,53	Einzelhandel	1998

Der Fokus der Immobilieninvestition von BE-REITs liegt auf dem Bürosektor. SICAFIs haben in der Vergangenheit sowohl lang- als auch kurzfristig durchaus beachtliche Performances erzielt.¹⁰⁹

¹⁰² Jurion (2017), S. 6.

¹⁰³ Gesetz vom 12. Mai 2014 über regulierte Immobiliengesellschaften.

¹⁰⁴ Königliches Dekret vom 13. Juli 2014 über regulierte Immobiliengesellschaften.

¹⁰⁵ Jurion (2017), S. 6.

¹⁰⁶ Brohez / Béchaimont (2017), S. 6.

¹⁰⁷ Siehe Anlage 1.

¹⁰⁸ Im Jahr 2014 haben alle bestehenden SICAFIs zum Status eines BE-REITs optiert.

¹⁰⁹ Brounen (2013), S. 173.

Für den Status eines BE-REITs wird analog zur französischen REIT-Struktur die Rechtsform einer Société Anonyme (SA), also dem Pendant zur Aktiengesellschaft in Deutschland oder einer Société en Commandite par Action (SCA), dem Pendant einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA), benötigt (s. Tab. 18).¹¹⁰ Sowohl der Sitz der Geschäftsleitung als auch der statutarische Sitz in Belgien sind verpflichtend. Entsprechend der Rechtsform sind sowohl die Börsennotierung an einem geregelten Markt des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) als auch eine Kapitalausstattung von mindestens 1,2 Mio. € verpflichtend.¹¹¹

Tabelle 18: Erforderliche Unternehmensstruktur von BE-REITs

Rechtsform	Unternehmenssitz im Inland	Börsennotierung	Kapitalausstattung
AG (SA) oder KGaA (SCA)	Sitz und Geschäftsleitung	✓	1,2 Mio. €

Nach der Gesetzgebung besteht die Hauptgeschäftstätigkeit von BE-REITs in Investitionen in unbewegliches Vermögen.¹¹² Das belgische REIT-Regime unterscheidet ebenfalls nach steuerlich privilegierten und nicht privilegierten Geschäftstätigkeiten. Projektentwicklungen sind nur für den eigenen Bestand zulässig und privilegiert, solange die Haltefrist des Objektes mindestens fünf Jahre nach Fertigstellung beträgt – andernfalls sind Projektentwicklungen ausgeschlossen (s. Tab. 19).¹¹³ Während Immobilienverkäufe zulässig und privilegiert sind, ist der Immobilienhandel für BE-REITs verboten. Eine prozentuale Grenze der immobiliennahen Nebentätigkeiten existiert nicht.

Tabelle 19: Zulässige Geschäftstätigkeiten von BE-REITs

Immobiliennahe Nebentätigkeiten	Projektentwicklungen	Immobilienhandel	Steuerbefreiung
Keine prozentuale Begrenzung	Begrenzt zulässig	✗	Auf privilegierte Geschäftstätigkeiten

¹¹⁰ Vgl. Art. 2, L-SIR.

¹¹¹ Vgl. Art. 76 und 77, L-SIR.

¹¹² Vgl. Art. 14, AR-SIR.

¹¹³ Vgl. Art. 41, L-SIR.

Aus Gründen der Risikodiversifikation liegt für die Einzelobjekte in Immobilienportfolios der BE-REITs eine Begrenzung von maximal 20 % des Gesamtvermögens vor (s. Tab. 20).¹¹⁴ Anforderungen an die Ertragsstruktur oder Beteiligungsobergrenzen in der Gesellschaftsstruktur sind für BE-REITs nicht vorhanden. Die Fremdkapitalaufnahme wird hingegen auf maximal 65 % des Gesamtvermögens begrenzt¹¹⁵, wobei die Fremdkapitalkosten maximal 80 % der jährlichen Einkünfte betragen dürfen.¹¹⁶ Die Ausschüttungsquote für BE-REITs beträgt mindestens 80 % der jährlichen Einkünfte aus privilegierten Geschäftstätigkeiten.¹¹⁷

Tabelle 20: Statustests für BE-REITs

Immobilien- investitionen (Asset Test)	Erträge aus Immobilien (Income Test)	Finanzstruktur (Gearing Test)	Ausschüttungs- quote (Distribution Test)	Gesellschafter- struktur (Ownership Test)
Ein Objekt max. 20 % des Gesamt- volumens	-	Eigenkapital ≥ 35 % des Ge- samtvermögens Fremdkapital- kosten ≤ 80 % der Einkünfte	≥ 80 % der Einkünfte	-

¹¹⁴ Vgl. Art. 29 und 30 § 1 Nr. 1, L-SIR.

¹¹⁵ Vgl. Art. 13 § 2, AR-SIR.

¹¹⁶ Vgl. Art. 25, AR-SIR.

¹¹⁷ Vgl. Art. 13 § 1, AR-SIR.

4 Fazit

Die Vorstellung der REIT-Regime zeigte die Verschiedenartigkeit der einzelnen REIT-Strukturen auf, die sich in ihrer Konzeptionierung an den spezifischen Umständen und Interessen in den einzelnen Ländern orientieren. Während die REIT-Regime von Frankreich und Großbritannien sehr angesehen sind und eine hohe Marktkapitalisierung besitzen, werden die REIT-Strukturen in Deutschland und den Niederlanden vom Markt nicht so gut angenommen. Es bedarf in diesen Ländern regulatorischer Änderungen, um die relative Attraktivität und in der Folge die Marktkapitalisierung dieser REIT-Märkte zu steigern. Die französische Gesetzgebung kann hierbei als Vorbild gelten, da sich in Frankreich auf der Grundlage von zahlreichen Regeländerungen eine attraktive REIT-Struktur entwickelt hat. In Abgrenzung dazu sind insbesondere die Niederlande für ihre unflexiblen REIT-Strukturen zu kritisieren, die bereits seit 1969 bestehen. Mit Unibail-Rodamco haben die Niederlande nicht zuletzt deshalb den größten europäischen REIT an das französische SIIC-Regime verloren und besitzen insgesamt nur noch vier FBIs. Deutschland und Großbritannien besitzen erst seit 2007 REIT-Strukturen. Es ist jedoch bereits zu erkennen, dass Großbritannien bei der Etablierung der REIT-Strukturen den deutschen REITs deutlich voraus ist, da sie mittlerweile eine Marktkapitalisierung von fast 60 Mrd. € besitzen, während G-REITs lediglich knapp 3 Mrd. € Marktkapitalisierung aufweisen. Der Hauptgrund hierfür liegt allerdings auch in unterschiedlichen Startbedingungen: Während in Großbritannien bereits vor der Einführung von REITs zahlreiche große und erfolgreiche Immobilienaktiengesellschaften ansässig waren, während Deutschland als traditionell von Immobilienfonds geprägtes Land mit hoher Bedeutung des Fondsvertriebs durch Banken solche bis heute nicht in nennenswerter Zahl aufweist.

Dennoch lässt sich festhalten, dass die REIT-Regime in Europa im Wettbewerb miteinander stehen und dass dieser Wettbewerb insoweit funktioniert, dass sich attraktivere rechtliche Rahmenbedingungen in einer positiven Entwicklung des Marktsegments niedergeschlagen haben.

Literatur- und Quellenverzeichnis

- Adams, Gunnar (2015): *Real Estate Investment Trusts und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt*, Berlin/Boston: De Gruyter Oldenbourg.
- Aubrée, Elena (2017): *Europe: France – REIT*, in: Jasik-Caínzos, Kasia (Hrsg.): *EPRA Global REIT Survey 2017 – A comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association, S. 34-48, online verfügbar unter: <http://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey> [Stand 30.09.2018].
- Becker, Martin et al. (2005): *Real Estate Investment Trusts (REITs) – Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland*, in: ZEW (Hrsg.): *Teil des Abschlussberichts zum Forschungsprojekt 6/04 „Neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs“ für Bundesministeriums der Finanzen*, Berlin/Mannheim.
- Bone-Winkel, Stephan et al. (2008): *Historische Entwicklung von REITs in globaler Perspektive*, in: Bone-Winkel, Stephan / Schäfers, Wolfgang / Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch – Real Estate Investment Trusts*, Köln: Immobilien Manager, S. 23-48.
- Brohez, Ariane / Béchaimont, Antoine (2017): *Europe: Belgium – BE-REIT*, in: Jasik-Caínzos, Kasia (Hrsg.): *EPRA Global REIT Survey 2017 – A comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association, S. 4-16, online verfügbar unter: <http://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey> [Stand 30.09.2018].
- Brounen, Dirk (2013): *Developing Benelux REITs*, in: Sotelo, Ramon / McGreal, Stanley (Hrsg.): *Real Estate Investment Trusts in Europe – Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth*, Berlin/Heidelberg: Springer, S. 169-176.
- Cadmus, Alan (2009): *REIT-Strukturen: Forderungen und Folgen*, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.): *Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt*, München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag, S. 37-56.
- Deutsche Börse (2018): *REITs in Deutschland – Anlageformen*, Deutsche Börse, online verfügbar unter: <http://en.boerse-frankfurt.de/inhalt/anlageformen-reits-deutschland> [Stand 30.09.2018].
- Duhaime's Law Dictionary (2018): *Massachusetts Trust Definition*, Duhaime's Law Dictionary, online verfügbar unter: <http://www.duhaime.org/LegalDictionary/M/MassachusettsTrust.aspx> [Stand 30.09.2018].
- Edwards, Tony (2017): *Americas: USA – US-REIT*, in: Jasik-Caínzos, Kasia (Hrsg.): *EPRA Global REIT Survey 2017 – A comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association, S. 241-250, online verfügbar unter: <http://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey> [Stand 30.09.2018].
- Eichholtz, Piet / Kok, Nils (2007): *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate*, Maastricht: Maastricht University.
- Funk, Bernhard / Sotelo, Ramon (2013): *German REITs: Limited Market Dynamics or Future Growth?*, in: Sotelo, Ramon / McGreal, Stanley (Hrsg.): *Real Estate Investment Trusts in Europe – Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth*, Berlin/Heidelberg: Springer, S. 119-148.

- Hillebrand, Klaus-Peter (2007): *Die Besteuerung von G-REITS*, in: Keßler, Jürgen (Hrsg.): *German REITs – Ein neues Erfolgsmodell für die Immobilienwirtschaft?*, Hamburg: Hammonia, S. 81-88.
- Hughes, Fraser (2005): *Pan-European REIT? – A long, long road*, Schiphol: European Public Real Estate Association.
- Hughes, Fraser / Lewis, Gareth (2008): *The Ideal European REIT – What does it look like?*, in: McGreal, Stanley / Sotelo, Ramon (Hrsg.): *The Introduction of REITs in Europe – A Global Perspective*, Wien: Competence Circle Service, S. 88-97.
- International Business Publications, USA (2009): *United States – Company Laws and Regulations Handbook – Volume 2*, Washington: International Business Publications.
- Jasik-Caínzos, Kasia (Hrsg.) (2018): *EPRA Global REIT Survey 2017 – A comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association, online verfügbar unter: <http://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey> [Stand 30.09.2018].
- Johann, Bernd (2011): *REITs – Fest fundiert*, Focus, online verfügbar unter: https://www.focus.de/finanzen/boerse/reits-fest-fundiert_aid_615655.html [Stand 30.09.2018].
- Jurion, Grégory (2017): *Belgium*, in: Stoschek, Uwe (Hrsg.): *Compare and contrast – Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes*, PWC, S. 6-8, online verfügbar unter: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/publications/compare-and-contrast-worldwide-real-estate-investment-trust-reit-regimes-2017.html> [Stand 30.09.2018].
- Keller, Helmut (2013): *Praxishandbuch Immobilienanlage – Bewertung - Finanzierung - Steuern*, Wiesbaden: Springer Gabler.
- Mrotzek, Rüdiger (2016): *Immobilieninvestoren im Einzelnen: Real Estate Investment Trusts (REITs) in Deutschland* in: Schäfer, Jürgen / Conzen, Georg (Hrsg.): *Praxishandbuch Immobilien-Investitionen – Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung*, 3. Aufl., München: C.H. Beck, S. 289-302.
- Müller, Michael (2010): *Komparative Untersuchung der EU-REIT-Regime*, in: Pfnür, Andreas (Hrsg.): *Arbeitspapiere zur Immobilienwirtschaften Forschung und Praxis*, Bd. 20, Darmstadt: Forschungscenter Betriebliche Immobilienwirtschaft.
- Nappi-Choulet, Ingrid (2013): *The French REIT Market: The SIIC Regime*, in: Sotelo, Ramon / McGreal, Stanley (Hrsg.): *Real Estate Investment Trusts in Europe – Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth*, Berlin/Heidelberg: Springer, S. 93-102.
- Newell, Graeme / Adair, Alastair / Nguyen, Thi Kim (2013): *The significance and performance of French REITs (SIICs) in a mixed-asset portfolio*, in: *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 31, No. 6, S. 575-588.
- Newell, Graeme / Marzuki, Muhammed Jufri (2016): *The significance and performance of UK-REITs in a mixed-asset portfolio*, in: *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 9, No. 2, S. 171-182.

Lossau, Focke

- Pfeffer, Tobias (2008): *Performance of REITs: A Sector- and Company-based Analysis of Links and Time Lags between Real Estate Market Cycles, Earning, and Pricing of REITs*, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): *Schriften zur Immobilienökonomie*, Bd. 49, Köln: Rudolf Müller.
- Pfnür, Andreas (2011): *Modernes Immobilienmanagement – Immobilieninvestment, Immobiliennutzung, Immobilienentwicklung und -betrieb*, 3. Aufl., Springer Verlag, Berlin/Heidelberg.
- Rebitzer, Dieter (2016): *Anlageformen, generelle Aspekte der Immobilieninvestition sowie Immobilieninvestoren*, in: Schäfer, Jürgen / Conzen, Georg (Hrsg.): *Praxishandbuch Immobilien-Investitionen – Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung*, 3. Aufl., München: C.H. Beck, S. 1-44.
- Rehkugler, Heinz / Sotelo, Ramon (2009): *Verbriefte Immobilienanlagen als Kapitalmarktprodukte – eine Einführung*, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.): *Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt*, München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag, S. 3-36.
- Schäfer, Jürgen (2007): *REITs Real Estate Investment Trusts – Marktüberblick, Aufbau und Management von REITs sowie Investitionen in REITs – Praxisleitfaden*, München: C.H. Beck.
- Schäfers, Wolfgang et al. (2016): *Immobilieninvestoren im Einzelnen: V. Immobilien-AG*, in: Schäfer, Jürgen / Conzen, Georg (Hrsg.): *Praxishandbuch Immobilien-Investitionen – Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung*, 3. Aufl., München: C.H. Beck, S. 109-148.
- Schulte, Karl-Werner et al. (2016): *Funktionsspezifische Aspekte des Immobilienmanagements – Immobilieninvestition*, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): *Immobilienökonomie I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*, 5. Aufl., Berlin/Boston: De Gruyter Oldenbourg, S. 579-650.
- Schulte, Karl-Werner / Holzmann, Christoph / Wurstbauer, Daniel (2016): *Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie*, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): *Immobilienökonomie I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*, 5. Aufl., Berlin/Boston: De Gruyter Oldenbourg, S. 131-170.
- Sieracki, Karen (2013): *UK REITs – Are they delivering what was expected?*, in: Sotelo, Ramon / McGreal, Stanley (Hrsg.): *Real Estate Investment Trusts in Europe – Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth*, Berlin/Heidelberg: Springer, S. 103-118.
- Sotelo, Ramon et al. (2006): *Bedeutung von nichtbörsengehandelten REITs für den Erfolg von REITs in Deutschland*, Berlin: Bundesverband Freier Immobilien- und Wohnungsunternehmen e.V. (BfW).
- Spierts, Etienne / Willemstein, Robin (2017): *Europe: Netherlands – FBI*, in: Jasik-Caínzos, Kasia (Hrsg.): *EPRA Global REIT Survey 2017 – A comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association, S. 132-142, online verfügbar unter: <http://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey> [Stand 30.09.2018].
- Stevenson, Simon (2013): *The Global Real Estate Investment Trust Market: Development and Growth*, in: Sotelo, Ramon / McGreal, Stanley (Hrsg.): *Real Estate Investment Trusts*

in Europe – Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth, Berlin/Heidelberg: Springer, S. 17-25.

Thomson Reuters Eikon (2018): *Marktkapitalisierung der Real Estate Investment Trusts in Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Niederlande und Belgien zum 31.12.2017*, Thomson Reuters AG, online verfügbar unter: <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html> [Stand 30.09.2018].

Vastgoedmarkt (2009): *Unibail-Rodamco verliert FBI-status*, Vastgoedmarkt, online verfügbar unter: <http://www.vastgoedmarkt.nl/financieel/nieuws/2009/01/unibail-rodamco-verliest-fbi-status-10188855?vakmedianet> [Stand 30.09.2018].

Walker, Robert (2017): *Europe: United Kingdom – REIT*, in: Jasik-Caínzos, Kasia (Hrsg.): *EPRA Global REIT Survey 2017 – A comparison of the major REIT regimes around the world*, European Public Real Estate Association, S. 168-178, online verfügbar unter: <http://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey> [Stand 30.09.2018].

Wechsler, Steven (2013): *The Role of REITs in Strategic Investment Portfolios*, in: Sotelo, Ramon / McGreal, Stanley (Hrsg.): *Real Estate Investment Trusts in Europe – Evolution, Regulation, and Opportunities for Growth*, Berlin/Heidelberg: Springer, S. 43-52.

ZEW / ebs Department of Real Estate (Hrsg.) (2005): *Staatliche Rahmenbedingungen für neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs* –, Kurzfassung des Endberichts zum BMF-Forschungsauftrag 06/04, online verfügbar unter: <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/Kurzfassung-PE-REITS.pdf> [Stand 30.9.2018].

Anlagen

Anlage 1: Marktkapitalisierung wichtiger europäischer REITs¹¹⁸

Real Estate Investment Trust	Marktkapitalisierung am 01.01.2018 [Mio. €]	Real Estate Investment Trust	Marktkapitalisierung am 01.01.2018 [Mio. €]
alstria office REIT-AG	1.980,56	Covivio	7.069,93
Hamborner REIT-AG	787,29	Icade	6.071,93
Deutsche Konsum REIT-AG	272,99	Altarea	3.340,39
Deutsche Industrie REIT-AG	136,70	Société Foncière Lyonnaise	2.540,95
Fair Value REIT-AG	117,05	Foncière des Murs	2.513,30
		Mercialys	1.697,85
Land Securities Group	8.419,77	Terreïs	1.077,00
British Land	7.796,30	Société de la Tour Eiffel	679,39
Segro	6.632,32	Argan	648,51
Hammerson	4.894,29	CeGeREAL	507,08
Derwent London	3.915,71	ANF Immobilier	414,78
Intu Properties	3.862,17	FREY	302,45
Shaftesbury	3.614,16	Immobilière Dassault	300,32
Great Portland Estates	2.534,26		
Tritax Big Box REIT	2.287,39	Eurocommercial Properties	1.799,76
Workspace Group	1.849,08	Wereldhave	1.610,84
Assura	1.710,31	VastNed Retail	786,21
Big Yellow Group	1.552,89	NSI	638,46
Londonmetric Property	1.458,86		
Safestore Holdings	1.179,11	Cofinimmo	2.268,24
NewRiver REIT	1.141,06	Warehouses de Pauw	2.056,33
Primary Health Properties	816,49	Aedifica	1.415,05
Hansteen Holdings	665,26	Befimmo	1.369,77
GCP Student Living	624,67	Retail Estates	692,53
Mucklow A&J Group	364,02	Wereldhave Belgium	660,94
Target Healthcare REIT	319,61	Montea	498,67
		LeasInvest Real Estate	474,13
Unibail-Rodamco	20.967,04	Intervest Offices & Warehouses	398,98
Gecina	11.585,43	Ascencio	364,06
Klépierre	11.525,86	Care Property Invest	355,75

¹¹⁸ Thomson Reuters Eikon (2018).

Anlage 2: Gesamtübersicht der unterschiedlichen europäischen REIT-Regime

REIT-Regime	Deutschland	Großbritannien	Frankreich	Niederlande	Belgien
Rechtsform	AG	AG (PLC)	AG (SA) oder KGaA (SCA)	AG (NV), GmbH (BV), offener Fonds (FGR)	AG (SA) oder KGaA (SCA)
Unternehmenssitz im Inland	Sitz und Geschäftsleitung	Steueransässigkeit	Steueransässigkeit	Sitz im Inland oder EU-Land	Sitzung und Geschäftsleitung
Börsennotierung	✓	✓	✓	Abhängig von Rechtsform	✓
Kapitalausstattung	15 Mio. €	ca. 860.000 €	15 Mio. €	Abhängig von Rechtsform (bis zu 45.000 €)	1,2 Mio. €
Immobiliennahe Nebentätigkeit	≤ 20 % der Gesamterträge	≤ 20 % der Gesamterträge	≤ 20 % der Gesamterträge	✗	Keine prozentuale Begrenzung
Projektentwicklungen	Begrenzt zulässig	Begrenzt zulässig	Begrenzt zulässig; nicht privilegiert	Begrenzt zulässig (30 % des Verkehrswertes)	Begrenzt zulässig
Immobilienhandel	✗	Begrenzt zulässig	Begrenzt zulässig; nicht privilegiert	✗	✗
Steuerbefreiung	Auf Gesamterträge	Auf privilegierte Geschäftstätigkeiten	Auf privilegierte Geschäftstätigkeiten	Auf Gesamterträge	Auf privilegierte Geschäftstätigkeiten
Immobilieninvestitionen (Asset Test)	≥ 75 % des Gesamtvermögens	≥ 75 % des Gesamtvermögens Mind. 3 Objekte (max. 40 % je Objekt)	≥ 80 % des Gesamtvermögens	-	Ein Objekt max. 20 % des Gesamtvolumens
Erträge aus Immobilien (Income Test)	≥ 75 % des Gesamtertrags	≥ 75 % des Gesamtertrags	-	-	-
Finanzstruktur (Gearing Test)	Eigenkapital ≥ 45 % des Immobilienvermögens (mind. 15 Mio. €)	Fremdkapitalkosten ≤ 80 % des Gesamtertrags	-	FK ≤ 60 % des Immobilienvermögens FK ≤ 20 % des sonst. Anlagevermögens	Eigenkapital ≥ 35 % des Gesamtvermögens Fremdkapitalkosten ≤ 80 % der Einkünfte
Ausschüttungsquote (Distribution Test)	≥ 90 % der Einkünfte ≥ 90 % der Veräußerungsgewinne	≥ 90 % der Einkünfte	≥ 95 % der Einkünfte ≥ 60 % der Veräußerungsgewinne	100 % der Einkünfte	≥ 80 % der Einkünfte
Gesellschafterstruktur (Ownership Test)	≤ 10 % des Aktienvolumens an einz. Investor ≥ 15 % der Aktien im Streubesitz	≤ 10 % des Aktienvolumens an Einzelinvestor ≥ 35 % der Aktien im Streubesitz	≤ 60 % des Aktienvolumens an Einzelinvestor Streubesitz nur zur Konversion (15 %)	≤ 25 % des Aktienvolumens an priv. Anleger ≤ 45 % des Aktienvolumens an inst. Anleger	-

Kurzbiografie der Autoren

Tobias Lossau

studierte nach seinem Bachelor in Immobilienmanagement (B.Eng.) an der Hochschule Rhein-Main in Wiesbaden den gleichnamigen Master in Immobilienmanagement (M.A.) an der Hochschule Aschaffenburg, den er im Oktober 2018 erfolgreich abgeschlossen hat. Zuvor absolvierte er ein Auslandssemester an der Bangkok University International in Bangkok, Thailand. Berufliche Erfahrungen in der Immobilienbranche sammelte Herr Lossau in Form von Nebentätigkeiten im Asset und Portfolio Management während des Studiums. Derzeit ist er als Analyst im Fondsmanagement bei einem der führenden Immobilieninvestmentmanager in Europa angestellt.

Die im Rahmen seines Studiums unter der Betreuung von Herrn Prof. Dr. Christian Focke verfasste Masterthesis mit dem Titel „Real Estate Investment Trusts in Mixed-Asset-Portfolios – Ein Vergleich verschiedener europäischer Länder“ diente als Grundlage für dieses Arbeitspapier.

Christian Focke

wurde im März 2012 als Professor für das Lehrgebiet Immobilienbetriebswirtschaft an die Fakultät Wirtschaft und Recht der Technischen Hochschule Aschaffenburg berufen.

Prof. Dr. Focke, geb. 1976 in Coesfeld, studierte Betriebswirtschaftslehre mit Studienschwerpunkt Immobilienökonomie an der Universität Münster, der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL (ebs) in Oestrich-Winkel und an der Georgia State University in Atlanta (USA). Nach seinem Abschluss als Diplom-Kaufmann und Master of Science in Real Estate (USA) promovierte er bei Prof. Dr. Karl-Werner Schulte am Lehrstuhl für Immobilienökonomie der ebs.

Vor seinem Wechsel in die Wissenschaft war er als selbständiger Unternehmensberater und Bereichsgeschäftsführer einer Immobilien-AG in der praktischen Immobilienwirtschaft tätig. Während dieser Zeit blieb er in der immobilienwirtschaftlichen Aus- und Weiterbildung im Rahmen diverser Lehraufträge – unter anderem für die Universität Zürich – engagiert.



IIWM Institut für
Immobilienwirtschaft
und-management
TH Aschaffenburg

Technische Hochschule Aschaffenburg
Würzburger Straße 45
D-63743 Aschaffenburg