

## GERMAN REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (G-REITs)

# Besonderheiten für den Wertpapierprospekt

**DR. OLIVER SEILER, DR. CLEMENS JUST, ALLEN & OVERY** Mit der Verabschiedung des REIT-Gesetzes durch den Bundesrat am 30. März 2007 sind rückwirkend zum 1. Januar 2007 auch in Deutschland REITs eingeführt worden. Der Erfolg des Kapitalmarktproduktes G-REIT wird aber auch maßgeblich davon abhängen, wie sich Börsengänge von G-REITs in der Praxis einspielen werden. Im Fokus des Interesses steht dabei insbesondere die Erstellung des Wertpapierprospektes eines G-REIT.

## Allgemeine Anforderungen an einen Prospekt

Die Börsenzulassung für einen G-REIT kann nur an einem organisierten Markt in einem Mitgliedstaat der europäischen Union oder in einem Vertragsstaat des Abkommens über den europäischen Wirtschaftsraum erfolgen. Nach den Vorgaben des Wertpapierprospektgesetzes muss der Zulassungsantragsteller grundsätzlich für Wertpapiere, die im Inland zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, einen Prospekt veröffentlichen.

Um die Vergleichbarkeit und die Erstellung von Prospekten zu vereinfachen, muss der Wertpapierprospekt selbst bestimmte Mindestangaben enthalten, die in der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 (ProspektVO) im Sinne eines Baukastenprinzips festgelegt sind. Die Darstellung hat in leicht analysierbarer und verständlicher Form sämtliche notwendigen Angaben zu enthalten, um dem Publikum ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers sowie über die mit diesen Wertpapieren verbundenen Rechte zu ermöglichen. Für den Aufbau des Prospekts ist eine klare Strukturierung und Gliederung geboten, die zum Teil unmittelbar aus der ProspektVO folgt. Sofern sich der Emittent, wie es gängige Praxis ist, für einen einteiligen anstelle eines dreiteiligen Prospekts entscheidet, muss dieser ein klares und detailliertes Inhaltsverzeichnis, eine Zusammenfassung, die Angaben der Risikofaktoren, die mit dem Emittenten und dem Wertpapiertyp einhergehen, und die Angaben der sonstigen Infor-



**Dr. Oliver Seiler,**  
Partner, Allen & Overy LLP



**Dr. Clemens Just,**  
Counsel, Allen & Overy LLP

mationsbestandteile, die Gegenstand der Schemata und Module der ProspektVO sind, beinhalten. Neben den Vorgaben der ProspektVO und des Wertpapierprospektgesetzes erfolgt die Erstellung des Wertpapierprospektes in der Praxis auch nach den Vorgaben der Empfehlungen des Komitees der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (Committee of European Securities Regulators, CESR), den sogenannten CESR-Empfehlungen.

## Besonderheiten eines G-REIT-Prospektes

Diesen allgemeinen Anforderungen muss auch der Prospekt eines G-REIT gerecht werden. Darüber hinaus müssen REIT-spezifische

Besonderheiten beachtet werden, die nachfolgend beispielhaft aufgezeigt werden.

*a) Beschreibung des Marktwertes des Immobilienportfolios*

So sieht das REIT-Gesetz zum Beispiel strenge Vermögens- und Ertragsanforderungen vor: Zum Ende jedes Geschäftsjahres müssen mindestens 75% der Aktiva des G-REIT nach Abzug der Ausschüttungsverpflichtung und Rücklagen zum unbeweglichen Vermögen gehören; die Erträge des G-REIT sind strikt vorgegeben; der Immobilienhandel unterliegt engen Grenzen und die Eigenkapitalbasis des G-REIT ist gesetzlich vorgeschrieben. Für die Anleger eines G-REIT hat die Einhaltung dieser Schwellenwerte und die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, ob Maßnahmen zur Einhaltung dieser Werte erforderlich werden, entscheidende Bedeutung. Die entsprechenden Zeitwerte und die betreffenden Wertverhältnisse müssen daher in den Prospekt aufgenommen werden. Systematisch passen die vorgenannten Zahlen in das Kapitel des Prospekts „Erläuterung und Analyse der Finanzlage und geschäftlichen Entwicklung“ (sog. „MD&A – Management Discussion and Analysis“ oder „OFR – Operating and Financial Review“).

*b) Beschreibung der Ausschüttungspflicht*

Ein G-REIT muss mindestens 90% des handelsrechtlichen Jahresüberschusses an seine Aktionäre ausschütten. Diese hohe Mindestausschüttungsquote stellt die angemessene Besteuerung der Aktivitäten des G-REIT auf der Ebene der Anteilseigner sicher. Von besonderem Interesse für den Anleger sind auch die Pflicht des G-REIT, bei der Gewinnermittlung nach HGB planmäßige Abschreibungen ausschließlich auf linearer Basis vorzunehmen sowie die Besonderheiten bei der Behandlung von Veräußerungsgewinnen. Diese Pflichten müssen im Rahmen der Dividendenpolitik im Wertpapierprospekt offen gelegt werden.

*c) Beschreibung der Besteuerung*

Der Emittent muss bei der Beschreibung der Besteuerung in Deutschland auf die Besonderheiten eines G-REIT eingehen, also insbesondere auf die Befreiung des G-REIT von der Körperschaft- und der Gewerbesteuer sowie die Nichtanwendung des Halbeinkünfteverfahrens und des § 8 b Abs. 1 KStG auf Anteilseignerebene. Auch die Umstände, die zu einem Verlust der Steuerprivilegierung führen können, sind hier aufzuführen.

*d) Risikofaktoren*

Neben den allgemeinen Risiken, die der Natur des Geschäfts des Emittenten geschuldet sind, müssen weitere REIT-spezifische Risiken offen gelegt werden. Wenn den Anforderungen nach dem REIT-Gesetz nicht genügt

wird, besteht das Risiko eines möglichen Verlustes der Steuerprivilegierung, aber auch mögliche (Straf-)Zahlungen oder Entschädigungsansprüche der Aktionäre müssen beschrieben werden. Zudem empfiehlt es sich, im Prospekt auf die Risiken der fehlenden Praxis bei der Anwendung des REIT-Gesetzes durch die zuständigen Aufsichts- und Steuerbehörden hinzuweisen (vgl. z. B. den Prospekt der Fair Value REIT AG). Dem Anleger wird dadurch deutlich gemacht, dass sich noch keine feste Rechtspraxis entwickeln konnte.

Die Ausschüttungspflicht des G-REIT führt dazu, dass der G-REIT erwirtschaftete Gewinne nur zu einem kleinen Teil reinvestieren kann. Die Anforderungen an die Eigenkapitalbasis eines G-REIT beschränken die Möglichkeit von Bankkrediten. Bei großem Kapitalbedarf kann der G-REIT daher eine Wachstumsfinanzierung nur über Kapitalerhöhungen schaffen, die zeitaufwendig sind, von der Verfassung des Kapitalmarktes abhängen und ein Verwässerungsrisiko für Altaktionäre bergen. Diese Wachstumsrisiken sollten ebenso offen gelegt werden wie mögliche, damit verbundene Liquiditätseingänge des G-REIT.

*e) Bewertungsgutachten*

Den nationalen Billigungsbehörden ist nach der ProspektVO ein Ermessen eingeräumt, von Emittenten mit bestimmter Geschäftstätigkeit, darunter Immobilienunternehmen, zusätzliche Prospektinformationen wie etwa die Bewertung des Vermögens zu verlangen. Dieser Ermessensspielraum wird spezifiziert durch CESR-Recommendations, die auch die Grundlage der Verwaltungspraxis der BaFin bilden. Danach sollen die Aufsichtsbehörden bei Aktienemissionen von Immobiliengesellschaften, wozu auch G-REITs gezählt werden, grundsätzlich ein Bewertungsgutachten verlangen. Es bietet sich an, das Bewertungsgutachten an das Ende des Wertpapierprospekts vor oder nach dem Finanzteil einzufügen.

Das Bewertungsgutachten muss durch einen unabhängigen Experten erstellt werden. Es muss die Daten der Besichtigungen der Liegenschaften und alle relevanten Details für die Bewertung der wesentlichen Immobilien angeben. Außerdem muss der Stichtag der Bewertungen bezeichnet werden, der wiederum nicht länger als ein Jahr zum Zeitpunkt der Veröffentlichung zurückliegen darf. Im Prospekt muss der Emittent bestätigen, dass seit diesem Stichtag keine wesentlichen Änderungen eingetreten sind. Der Prospekt braucht lediglich eine Kurzfassung des Sachverständigengutachtens enthalten, was in der Praxis der Regelfall ist.

**Fazit:**

Der Beitrag hat exemplarisch gezeigt, welche zusätzlichen Fragestellungen bei der Prospektierung eines G-REIT auftreten, die zum Teil aus den Anforderungen des REIT-Gesetzes resultieren. Da sich bislang noch keine einheitliche Prospektmarktpraxis für G-REITs herausbilden konnte, werden Emittenten noch stärker als bei sonstigen Emissionen auf eine enge Zusammenarbeit mit der BaFin angewiesen sein. Dem prinzipiellen Erfolg der neuen Anlageklasse G-REIT dürfte dies aber nicht entgegenstehen.

