



# Voraussetzungen eines erfolgreichen G-REIT-Börsengangs

## AKTUELLE SITUATION UND ERWARTUNGEN

**KAY STEFFEN, DZ BANK, DR. PATRICIA WEISBECKER, ICF KURSMAKLER** Anfang März dieses Jahres wird in Deutschland rückwirkend zum 1. Januar 2007 der G-REIT (German Real Estate Investment Trust) als neue Assetklasse eingeführt. Nachdem bereits 1960 der erste REIT in den USA aufgelegt wurde und 1969 mit den Niederlanden erstmals auch ein europäisches Land REITs eingeführt hatte, können nunmehr auch deutsche Emittenten dieses Instrument nutzen. Da beim G-REIT durch Wegfall von Körperschaftssteuer und Gewerbesteuer eine Besteuerung auf Unternehmensebene entfällt, ziehen zahlreiche Emittenten eine Umwandlung in einen G-REIT in Betracht.

Mit einer Marktkapitalisierung von bislang lediglich rund 5,5 Mrd. Euro ist der Anteil der derzeit in Deutschland börsennotierten Immobilien-AGs gemessen am gesamten Immobiliennettoanlagevermögen von etwa 3.000 Mrd. Euro relativ gering. Aufgrund dieser im Quervergleich niedrigen Inanspruchnahme des Kapitalmarktes bereits bestehender deutscher Immobilien-AGs und mit Blick darauf, dass der G-REIT-Status eine Börsennotierung voraussetzt, darf zukünftig mit einer regen IPO-Tätigkeit aus der Immobilienbranche gerechnet werden. Dieser Trend hin zum Immobilien-IPO zeigte sich in Deutschland bereits im Jahre 2006 mit einem Anteil der Immobiliengesellschaften von 27% am gesamten IPO-Volumen. Nach unserer Einschätzung werden einerseits große deutsche Kapitalgesellschaften ihre Immobilienbestände als G-REIT separieren und an die Börse führen, um durch das Auslagern ihrer Immobilienbestände stille Reserven steuergünstig zu realisieren sowie Rendite und Bilanzstruktur zu optimieren. Zum ande-



Kay Steffen ist Head of Equity Syndication & Corporate Broking bei der DZ BANK



Dr. Patricia Weisbecker ist Managing Director bei ICF Kursmakler

ren werden Immobiliengesellschaften den G-REIT-Status als eine neue Option zum Eintritt in den Kapitalmarkt nutzen. Da die Bundesregierung entgegen den Vorschlägen des Bundesrates aufgrund sozialpolitischer Bedenken Wohnimmobilien vom G-REIT-Status ausgeschlossen hat, liegt derweil bei den Gewerbeimmobilien das Mobilisierungspotenzial: Mit einem Wert von mehr als 1.500 Mrd. Euro verfügt Deutschland über den größten Bestand an Gewerbeimmobilien in Europa, die Eigennutzungsquote ist demgegenüber mit 73% die weltweit höchste. Das enorme deutsche REIT-Potential zeigt sich ebenfalls bei Betrachtung der Pro-Kopf-Marktkapitalisierung von REITs in verschiedenen Ländern. So haben die erst im Jahr 2003 eingeführten französischen REITs mit 155 Euro je Einwohner eine mehr als viermal höhere Marktkapitalisierung als deutsche Immobilien-AGs pro Kopf heute.

*Nach Mandatierung sollte das Unternehmen gemeinsam mit der begleitenden Bank eine fundierte Bestandsaufnahme vornehmen und eine gemeinsame Zielrichtung festlegen.*

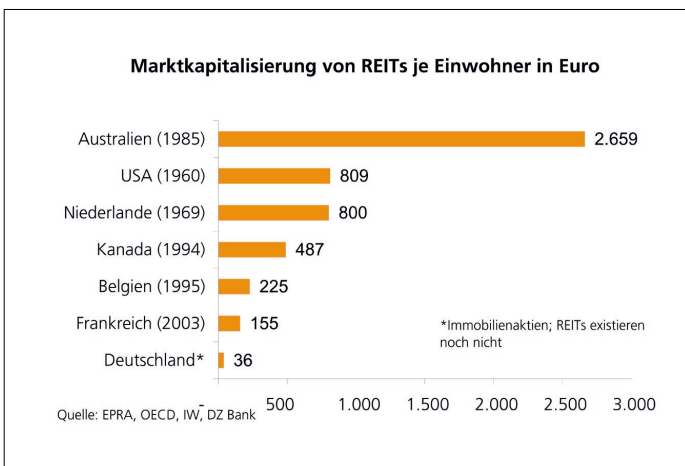
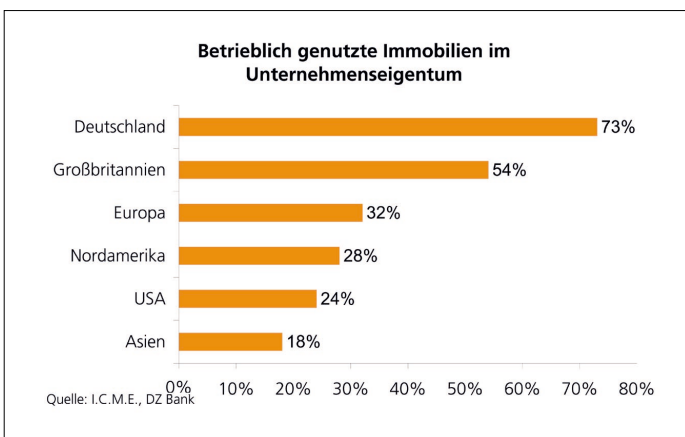
Für eine erfolgreiche und dauerhafte Platzierung ist es notwendig, dass die mandatierte Bank über ein fundiertes und im Markt anerkanntes Immobilien-Research verfügt. Daher kommt der entsprechenden Immobilienexpertise verbunden mit regelmäßiger Immobilien-/REIT-Research-Coverage herausragende Bedeutung zu, da sie die Basis für die Ansprache der entsprechenden Distributionskanäle auf der institutionellen und auf der Privatanleger-Seite bildet. Nicht vergessen werden sollte im Rahmen der Auswahl des Beraters, dass die Sekundärmarktperformance eines G-REITs maßgeblich vom Commitment abhängen wird, die weitere Entwicklung durch regelmäßige Research-Coverage, Roadshows und Market Making-Aktivitäten zu unterstützen.

Je nach Größe werden weitere Banken in die Transaktion eingebunden. Diese sind neben dem Lead-Manager für die erfolgreiche Vermarktung des REIT verantwortlich, ihre Auswahl sollte sich daher im Wesentlichen an der Erschließung weiterer, komplementärer Investorenkanäle mit Blick auf bestimmte Investorengruppen (z. B. Retailanleger, REIT-Fonds, Immobilienfonds etc.) bzw. Regionen und an der nachhaltigen Verbreiterung der Research Coverage ausrichten. So war die DZ BANK beispielsweise bei dem mit einem Volumen von 853 Mio. Euro größten Immobilien-IPO des Jahres 2006, der Gagfah, an prominenter Stelle im Konsortium vertreten.

**Sorgfältige Analyse der Ausgangslage**

Nach Mandatierung sollte das Unternehmen gemeinsam mit der begleitenden Bank eine fundierte Bestandsaufnahme vornehmen und eine gemeinsame Zielrichtung festlegen. Im Ergebnis ist daraus eine Immobilienstrategie abzuleiten, die Aussagen zur zukünftigen Ausrichtung des Portfolios trifft und Alleinstellungsmerkmale entwickelt. Dabei sind frühzeitig rechtliche, wirtschaftliche und steuerorientierte Teilaspekte in die Strukturierung einzubeziehen. Schließlich muss in dieser Phase bereits den Interessen der späteren Investoren in den G-REIT Rechnung getragen werden. Aus Investorensicht spielen z. B. Aspekte wie Größe und regionale Aufstellung des Portfolios, Drittverwendungsmöglichkeiten, Dauer der Mietverträge, Bonität der Mieter eine besondere Rolle.

Auf Basis der Strukturierungsüberlegungen sind dann im nächsten Schritt die Kernaussagen herauszuarbeiten, die aus Investorensicht den Investment Case darstellen. Die Equity Story zielt dabei vor allem darauf ab, die Wachstumsperspektiven, besondere Stärken des Immobilienportfolios (z. B. Attraktivität der Standorte, Rendite, regionale Aufstellung usw.) und Wettbewerbsvorteile (z. B. durch Größenvorteile in der Bewirtschaftung) herauszustellen.



**Auswahl der Emissionsbank(en)**

Aufgrund der Komplexität eines REIT-IPOs ist es für den Emittenten zunächst wichtig, für die Durchführung der Transaktion einen starken Partner zu gewinnen, der über die notwendige Expertise in der Beratung, Strukturierung und Platzierung einer solchen Transaktion verfügt. Dies erfordert tief greifendes Kapitalmarkt-Know-how, um die Interessen von Emittent, Altgesellschafter(n) und Investoren zusammenzuführen. Wegen der beschriebenen Bedeutung des Prozesses hat es sich zum Marktstandard entwickelt, dass die Auswahl der begleitenden Emissionsbank im Rahmen eines „Beauty Contests“ stattfindet, in dem die Bewerber um das Mandat ihr Konzept vorstellen.

### Strukturelle Voraussetzungen

Neben dem richtigen Timing einer Transaktion mit Blick auf ein günstiges Kapitalmarktfenster ist die formale und wirtschaftliche Börsenreife der Gesellschaft fundiert vorzubereiten. Das Unternehmen muss gesetzliche oder satzungsrechtliche Voraussetzungen erfüllen, um die Zulassung als G-REIT an einer deutschen Börse zu erhalten: Zum einen ist, soweit nicht bereits eingeführt, eine Umstellung auf Rechnungslegung nach IFRS (International Financial Reporting Standards) notwendig. Zum anderen muss zusätzlich eine Bewertung der Immobilienbestände durch einen externen Sachverständigen durchgeführt werden. Neben einer Neubewertung der Immobilienbestände nach IFRS muss ggf. ein Teil des zuvor bestehenden Unternehmens ausgegliedert werden, da der G-REIT 75% seiner Umsätze aus Vermietung und Verpachtung von Immobilien erzielen muss.

Als Börsensegmente für den Handel des G-REIT stehen grundsätzlich Amtlicher Markt und Geregelter Markt zur Verfügung. Der Open Market (Freiverkehr) scheidet aus, da ein Listing an einem EU-regulierten Markt zwingende Voraussetzung für den G-REIT-Status bildet.

### Vermarktung

Nach Erstellung des Wertpapierprospekts beginnt die Phase der Vermarktung, in der die Investorenansprache zunächst im Rahmen der Investor Education erfolgt und sich dann darauf aufbauend das Management im Rahmen einer Roadshow bei institutionellen Investoren präsentiert.

Im Rahmen dieses Prozesses kommt den Sales-Bereichen der involvierten Banken in Zusammenarbeit mit den Researchanalysten die Aufgabe zu, den „spezifischen“ G-REIT bei den Investoren zu positionieren und den Investment Case erfolgreich zu vermitteln. Nur wenn dies mit der entsprechenden Expertise und Marktdurchdringung bei den angesprochenen Investoren erfolgreich gelingt, kann eine G-REIT-Emission erfolgreich im Markt platziert werden.

### Neue Assetklasse am Sekundärmarkt

Der G-REIT als börsennotiertes Wertpapier ermöglicht den Emittenten die Erschließung neuer Investoren und ein Expansionspotenzial für die Zukunft. Aufgrund der Ausschüttungsvorgaben ist ein Wachstum nur durch eine Kapitalaufnahme über den Markt möglich. Für Investoren weist der börsennotierte REIT im Vergleich zu den bestehenden Anlagen in Immobilien interessante Vorteile auf. Sie können täglich zu stets handelbaren Börsenpreisen und damit verbunden zu vergleichsweise geringen Transaktionskosten REITs kaufen bzw. verkaufen. Ein Blick auf die Ent-



*G-REITs stellen sowohl für Emittenten als auch für Investoren eine interessante Bereicherung des Kapitalmarktes dar.*

wicklung der ausländischen REITs lässt für den G-REIT attraktive Renditen erwarten. So lag die durchschnittliche Rendite von Equity-REITs in den USA von 1975 bis 2005 bei 15,9%. Der Dow Jones Industrial wies über den gleichen Zeitraum nur eine Rendite von 8,8% auf. US-REITs sind zudem gekennzeichnet durch einen hohen Grad an Spezialisierung nach Region und Immobilientyp. Europäische Immobilienaktiengesellschaften sind bislang meist

breit diversifiziert. Mit einer Fokussierung der G-REITs hat der Investor den Vorteil, sein Investment gezielt auf bestimmte Immobilientypen wie z. B. Hotel, Einzelhandel oder Logistik auszurichten.

### Liquider Börsenhandel durch Segmentierung

An der Frankfurter Wertpapierbörse FWB soll durch die Schaffung eines REIT-Segementes für die Emittenten eine höhere Visibilität geschaffen werden. Die Verpflichtung des G-REITs zum Zeitpunkt der Börsenzulassung zu einem Streubesitz von mindestens 25% schafft die Grundvoraussetzungen für einen liquiden Markt. An der FWB sorgen spezialisierte Skontrofführer als neutrale Intermediäre mit Marktausgleichs- und Liquiditätsspendefunktion für einen liquiden Börsenhandel. Dabei kommt der REITs-Expertise des Skontrofführers eine große Bedeutung zu.

### Fazit:

G-REITs stellen sowohl für Emittenten als auch für Investoren eine interessante Bereicherung des Kapitalmarktes dar. Von dem Erfolg der ersten Emissionen in Deutschland wird es abhängen, wie schnell sich dieses neue Segment etablieren kann. Die Banken stehen in den Startlöchern, um für den potenziellen G-REIT-Emittenten die neuen sich bietenden Chancen des Marktes zu nutzen.

Auch wenn mit G-REITs erst im Laufe von 2007 zu rechnen ist, können Anleger bereits heute an der FWB in ausländische REITs investieren. Die ICF Kursmakler AG hat rund 150 REITs zum Zweitlisting im Open Market an der FWB einbezogen. Die meisten davon stammen aus den USA, einige aus Belgien und Frankreich. Die ICF Kursmakler AG garantiert als Skontrofführer in den ausländischen REITs eine konstant hohe Preis- und Ausführungsqualität.